lax889889.com 299520.xyz

证券研究报告

汽车

兴业证券 INDUSTRIAL SECURITIES

黄金十年苹果链，赤金时代特斯拉

——从苹果链机会演变看特斯拉链后续机会

推荐 （维持）

2020 年 08 月 20 日

重点公司

重点公司	EPS (元) 2020E	2021E
拓普集团	0.68	0.90
三花智控	0.56	0.69
均胜电子	0.62	0.93
银轮股份	0.49	0.57
中鼎股份	0.18	0.29
华域汽车	1.68	1.92
德赛西威	0.90	1.26

相关报告

《特斯拉 20Q2 财报点评：20Q2 销量与营收环比小幅提升，三地工厂加速产能扩建》2020-07-23

《特斯拉都卖到了哪里？——特斯拉销量专题》2020-03-19

《国产特斯拉需求几何 ——中美比较视角的定量测算》2020-02-09

分析师：

戴畅

daichang@xyzq.com.cn

S0190517070005

董晓彬

dongxiaobin@xyzq.com.cn

S0190520080001

赵季新

zhaojixin@xyzq.com.cn

S0190519110002

研究助理：

刘洁

liujie20@xyzq.com.cn

投资要点

- **智能手机 VS 电动汽车：电动车远期空间大于智能手机，当前处于加速渗透期，未来潜力巨大。**市场规模：当前智能手机全球/中国市场规模 3.1/0.8 万亿元，市场趋于成熟；当前电动车全球/中国市场规模约 0.31/0.15 万亿元，中期为 5.4/1.8 万亿元（假设 2030 年 40%渗透率，单车 ASP 15 万元），接近智能手机市场 2 倍，且正处于加速渗透期。**竞争格局：**智能手机头部集中，CR5 近 80%；电动车市场暂时较为分散，CR5 为 46%，特斯拉当前市占率 17%。

- **苹果 VS 特斯拉：科技先锋，异曲同工。**苹果与特斯拉虽处不同行业领域，但有诸多共通之处。**1）品牌塑造：**创始人均自带光环，塑造高端先锋产品形象；**2）产品策略：**均为大单品策略，最大化规模效应；3）**技术创新：**重新定义产品，引领行业创新；**4）渠道变革：**开创直营模式，提升品牌认可度。**5）商业模式：**均软硬一体化，创新行业商业模式。

- **苹果产业链 VS 特斯拉产业链：前者引领消费电子黄金十年，后者将开启相关产业链赤金十年。**苹果产业链造就了消费电子黄金十年的三波机会：1）2009-2012 年，iPhone4 问世后苹果手机销量持续超预期带来产业链的上涨，先涨估值后涨业绩；2）2013-2017，苹果新品持续销量超预期，且产品创新带来产业链新趋势机会，16-17 年智能手机销量已经达到顶峰，但苹果引领的全面屏、FaceID、玻璃机身等新领域依然具有机会；3）2019-2020，苹果横向拓展到可穿戴设备 Airpods，相关产业链再度受益。在黄金十年中，持续伴随苹果成长的标的主要有两类：1）单一优质赛道纵向延伸，处于优质赛道，如声学赛道歌尔，光学赛道欧菲光；2）认准新产品趋势，成功多赛道横拓展：从单品类到多品类，如立讯精密。对比苹果产业链，我们认为当前特斯拉产业链相当于苹果链的前期（2009-2012），产业链上涨来自特斯拉销量的高预期对估值的拉动，后续产业链机会还会来自：1)特斯拉销量带来的产业链业绩兑现或者超预期；2）特斯拉定义的新产品趋势在中期孕育的第二波大机会，包括：智能座舱（中控大屏）、全景天幕玻璃、域控制器与高算力芯片、热泵热管理、轻量化底盘等等；3）特斯拉后续围绕汽车生态圈的拓展带来的新机会。

- **寻找未来十年特斯拉产业链赤金时代的 Tenbegger！**电动车远期空间远大于智能手机，主机厂角度未来会有中国的“华为”、“小米”；产业链角度未来会有电动车产业链的“立讯精密”们。从苹果链判断特斯拉链趋势，后者机会才刚开始，**后续还会有销量持续超预期的业绩超预期，以及新产品趋势引领的新机会**，而特斯拉链 Tenbegger 选择的核心是看公司是否具备单一优质赛道的深度挖掘或者看准产品趋势并进行多赛道拓展的能力。基于此我们推荐：**1）单一优质赛道纵向延伸：**优质赛道伴随特斯拉共同成长，我们看好**三花智控（热管理系统）、银轮股份（热管理系统）、福耀玻璃（汽车玻璃）**，以及潜在可能进入特斯拉链优质赛道的**德赛西威（中控屏、雷达、域控制器）、中鼎股份（空气悬架）**。**2）多赛道横向拓展：**看准产品趋势实现多赛道拓展从而做大做强，我们推荐**拓普集团（内饰、底盘、汽车电子）、均胜电子（内饰、安全、汽车电子）、华域汽车（内饰、底盘、雷达摄像头、智能驾驶）**。

风险提示：特斯拉产销量不及预期；特斯拉国产化进度不及预期；电动车行业渗透率不及预期；行业政策变动风险；

liaohan.net nblax520.com

VISIT…

lax889889.com 299520.xyz

每日免费获取报告

1、每日微信群内分享**7+**最新重磅报告；

2、每日分享当日**华尔街日报**、金融时报；

3、每周分享**经济学人**

4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，起点财经仅分发做内部学习。

扫一扫二维码
关注公号
回复：**研究报告**
加入“起点财经”微信群。。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

目 录

1、 智能手机 vs 电动汽车：电动车方兴未艾，市场更为广阔 ..... - 5 -
1.1、 市场空间：手机全球规模 3.1 万亿，电动车空间大于智能手机 ..... - 5 -
1.2、 竞争格局：手机头部集中，电动车集中度尚低，特斯拉龙头领先 ..... - 7 -
1.3、 技术变革：需求推动技术迭代，技术变革加速产业链分化 ..... - 8 -
2、 苹果 vs 特斯拉：科技先锋，异曲同工 ..... - 10 -
2.1、 品牌塑造：创始人光环，行业科技先锋 ..... - 10 -
2.2、 产品策略：高举高打，大单品战略 ..... - 13 -
2.3、 核心竞争力： 科技创新，引领变革 ..... - 14 -
2.4、 渠道变革：开创直营新零售模式，提升品牌认可度 ..... - 25 -
2.5、 商业模式：软硬一体化，创新商业模式 ..... - 26 -
3、 苹果产业链 VS 特斯拉产业链：后者将开启未来赤金十年 ..... - 27 -
3.1、苹果产业链复盘：黄金十年，三波机会 ..... - 27 -
3.2、特斯拉产业链展望：开启未来十年的赤金时代 ..... - 33 -
4、 把握特斯拉产业链机会 ..... - 40 -
4.1、三重比较核心结论：他山之石，可以攻玉 ..... - 40 -
4.2、三重比较核心启示：特斯拉产业链机会才刚开始 ..... - 43 -
4.3、核心标的推荐逻辑 ..... - 45 -
4.4、风险提示 ..... - 49 -

图 1、 手机及智能手机的产品生命周期分析（单位：亿部，%） ..... - 5 -
图 2、 汽车及电动汽车的产品生命周期分析 （单位：万辆，%） ..... - 6 -
图 3、 手机和智能手机历史品牌份额变迁（单位：%） ..... - 7 -
图 4、2019 年全球电动车分品牌销量（单位：万辆） ..... - 8 -
图 5、2019 年全球电动车市场份额（单位：%） ..... - 8 -
图 6、新能源乘用车市占率变化（单位：%） ..... - 8 -
图 7、传统燃油车部件成本构成（单位：%） ..... - 10 -
图 8、纯电车型部件成本构成（单位：%） ..... - 10 -
图 9、随自动驾驶的发展，车均采用的传感器将显著增多 ..... - 10 -
图 10、乔布斯 ..... - 11 -
图 11、马斯克 ..... - 11 -
图 12、苹果极简设计 ..... - 12 -
图 13、Model 3 简约中控内饰 ..... - 12 -
图 14、iPhone 优化用户界面 ..... - 12 -
图 15、Model S 中控屏集成诸多功能 ..... - 12 -
图 16、苹果 iOS 14 APP 分类界面 ..... - 13 -
图 17、特斯拉 Cybertruck 前卫外观设计 ..... - 13 -
图 18、苹果主要产品及价格区间（单位：元） ..... - 13 -
图 19、特斯拉主要产品及价格区间（单位:元） ..... - 13 -
图 20、主要汽车品牌在售车型数量（单位：个） ..... - 14 -
图 21、主要手机品牌官网在售机型数量（单位:个） ..... - 14 -
图 22、2007 年人气机型诺基亚 N95 ..... - 15 -
图 23、2007 年发布的初代 iPhone ..... - 15 -
图 24、2012 款奔驰 S 级内饰 ..... - 16 -
图 25、特斯拉首款 Model S 创新内饰设计 ..... - 16 -

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

图 26、苹果历代 iOS 系统对 iPhone 机型支持时间 ..... - 16 -
图 27、苹果用户最舍不得离开的 iPhone 特性（单位：%） ..... - 17 -
图 28、移动端 CPU 单核跑分排行榜 ..... - 18 -
图 29、特斯拉自动驾驶传感器 ..... - 19 -
图 30、特斯拉 Autopilot 界面 ..... - 19 -
图 31、特斯拉 FSD 芯片 ..... - 21 -
图 32、NHTSA 检测汽车伤害发生概率排名 ..... - 21 -
图 33、OTA 优势 ..... - 21 -
图 34、特斯拉历年 OTA 升级次数（单位：次） ..... - 21 -
图 35、特斯拉 Model Y 线束专利 ..... - 22 -
图 36、Tesla 经典车型线束长度（单位：米） ..... - 22 -
图 37、特斯拉 Model 3 “区域 Zone”EEA ..... - 22 -
图 38、Model 3 配电控制模块 ..... - 22 -
图 39、特斯拉压铸一体化图示 ..... - 23 -
图 40、Model 3 与国内主流电动车续航及百公里电耗比较（单位:km，km/百公里） ..... - 23 -
图 41、特斯拉全球充电站分布 ..... - 24 -
图 42、苹果相关产品互联互通 ..... - 24 -
图 43、封闭生态带来产品高度协同 ..... - 25 -
图 44、特斯拉 OTA 升级 ..... - 25 -
图 45、特斯拉通过 OTA 升级刹车系统 ..... - 25 -
图 46、苹果线下体验店 ..... - 26 -
图 47、特斯拉线下直营门店 ..... - 26 -
图 48、苹果 iOS 软硬一体化商业模式 ..... - 27 -
图 49、苹果历年收入及占比（单位：%） ..... - 27 -
图 50、A 股苹果产业链标的市值变化（单位：亿元） ..... - 29 -
图 51、苹果指数与沪深 300 指数表现 ..... - 29 -
图 52、苹果指数历史涨跌幅（单位：%） ..... - 29 -
图 53、A 股苹果产业链核心标的 PE-TTM ..... - 30 -
图 54、A 股苹果产业链核心标的 PB-LF ..... - 30 -
图 55、欧菲光 A 股市值与扣非归母净利润 TTM（单位：亿元） ..... - 31 -
图 56、歌尔股份 A 股市值与扣非归母净利润 TTM（单位：亿元） ..... - 31 -
图 57、水晶光电 A 股市值与扣非归母净利润 TTM（单位：亿元） ..... - 31 -
图 58、长电科技 A 股市值与扣非归母净利润 TTM（单位：亿元） ..... - 31 -
图 59、德赛电池 A 股市值与扣非归母净利润 TTM（单位：亿元） ..... - 32 -
图 60、立讯精密 A 股市值与扣非归母净利润 TTM（单位：亿元） ..... - 32 -
图 61、立讯精密成长路径 ..... - 33 -
图 62、特斯拉总市值（单位：亿美元） ..... - 33 -
图 63、特斯拉 PB-MRQ 与 PS-TTM ..... - 33 -
图 64、特斯拉产业链核心标的 PE-ttm ..... - 34 -
图 65、特斯拉产业链核心标的 PB-lf ..... - 34 -
图 66、宁德时代 A 股市值与扣非归母净利润 TTM（单位：亿元） ..... - 34 -
图 67、三花智控 A 股市值与扣非归母净利润 TTM（单位：亿元） ..... - 34 -
图 68、拓普集团 A 股市值与扣非归母净利润 TTM（单位：亿元） ..... - 34 -
图 69、旭升股份 A 股市值与扣非归母净利润 TTM（单位：亿元） ..... - 34 -
图 70、特斯拉产能预测（单位：万辆） ..... - 35 -
图 71、特斯拉 Model S 中控大屏 ..... - 36 -
图 72、特斯拉 Model 3 中控大屏 ..... - 36 -
图 73、荣威 RX5 中控大屏 ..... - 37 -
图 74、比亚迪宋 MAX 中控大屏 ..... - 37 -

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

图 75、特斯拉 Model S 天幕玻璃 - 37 -
图 76、特斯拉 Model 3 天幕玻璃 - 37 -
图 77、UNIT 全景天幕天窗玻璃 - 37 -
图 78、吉利几何 C 采用全景天幕玻璃 - 37 -
图 79、特斯拉域控制器 - 38 -
图 80、奥迪 A8 zAFS 域控制器 - 38 -
图 81、特斯拉 Model S/X 空气悬架 - 38 -
图 82、蔚来 ES6 空气悬架 - 38 -
图 83、Model 3 轻量化底盘 - 39 -
图 84、Model 3 车身轻量化 - 39 -
图 85、Model Y 底盘采用压铸一体化技术 - 39 -
图 86、苹果核心供应商数量演变 - 43 -

表 1、电动汽车潜在市场规模敏感性分析（单位：万元，万亿元） - 6 -
表 2、中国新能源乘用车分品牌销量及市占率（单位：辆，%） - 8 -
表 3、iPhone 的物料成本变化趋势（单位：美元，%） - 9 -
表 4、乔布斯生平职业轨迹 - 11 -
表 5、马斯克职业轨迹 - 11 -
表 6、初代 iPhone 和诺基亚 N95 对比（单位：英寸，MHz，美元等） - 15 -
表 7、特斯拉首款 Model S 动力参数（单位：KW,Nm,Km/h 等） - 15 -
表 8、特斯拉 Autopilot 进化史 - 19 -
表 9、Model 3 与国内主流电动车比较（单位：万元，km 等） - 20 -
表 10、特斯拉快充技术演变 - 24 -
表 11、苹果直销分销优缺点比较 - 26 -
表 12、特斯拉直营与 4S 店模式优缺点比较 - 26 -
表 13、特斯拉付费升级项目 - 27 -
表 14、A 股苹果产业链相关标的梳理 - 28 -
表 15、特斯拉三大工厂生产车型时间表 - 35 -
表 16、特斯拉未来销量预测（单位：万辆，%） - 36 -
表 17、上市公司所处赛道及所处赛道单车配套价值（单位：元） - 40 -
表 18、上市公司所处赛道及潜在提升空间（单位：元） - 40 -
表 19、三重比较核心总结 - 42 -

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

报告正文

1、智能手机 vs 电动汽车：电动车方兴未艾，市场更为广阔

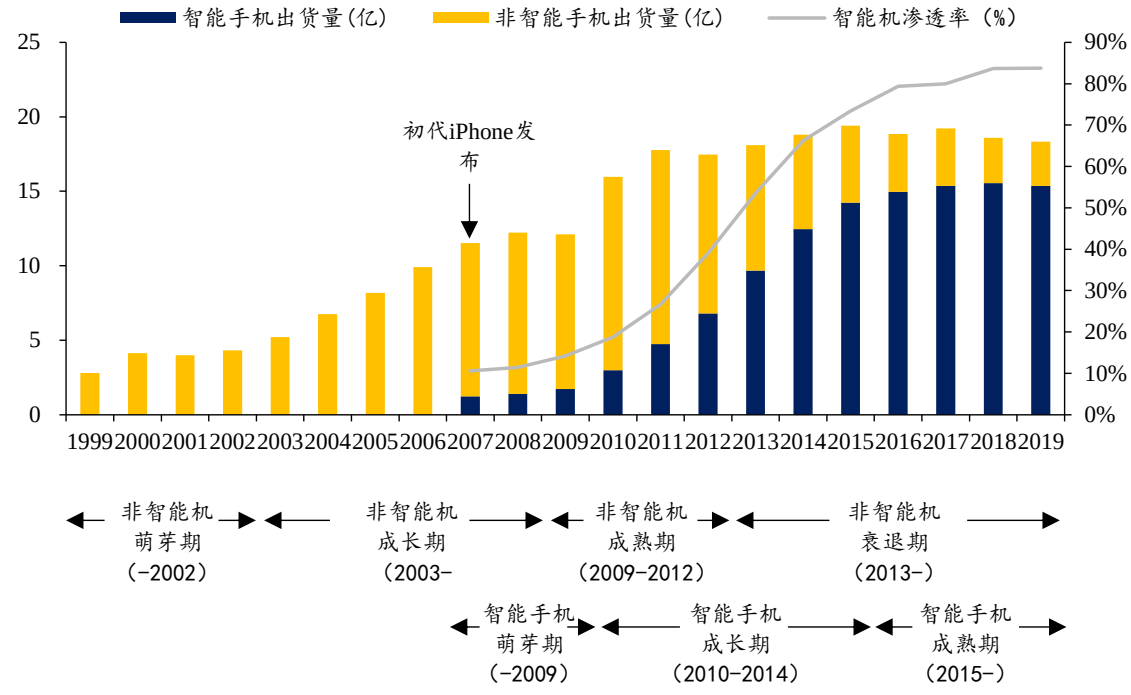
1.1、市场空间：手机全球规模 3.1 万亿，电动车空间大于智能手机

从市场空间看，电动车市场空间中期是智能手机近两倍，这意味着电动车市场能容纳更多或者更伟大的产业链公司；从发展阶段看，智能手机从总量上接近成熟，而电动车刚刚度过导入期即将进入高速放量的成长期，孕育着巨大的增长潜力。

智能手机全球市场年市场规模 3.1 万亿元，中国市场规模 0.8 万亿元。根据 IDC 统计，2019 年全球智能手机出货约 13.9 亿部，总体市场规模约 4403 亿美元，约合 3.1 万亿人民币；国内智能手机出货 3.72 亿部，市场规模 8258 亿元；均价约为 2220 元人民币。以全球 32 亿智能手机用户数估计，每年约 43.4%的用户会进行换机，推算平均换机周期为 2.3 年。目前智能手机已经进入成熟阶段，出货量缓慢下滑，但 ASP 略有提升。在智能手机替代品出现前，预计整体市场规模基本稳定。

智能手机从销量看已经进入较为稳定的成熟状态。智能手机在经历了 2010~2014 年的渗透率快速提升的高速成长期后，当前从销量上已经进入了成熟阶段，表现出两个特征：1）行业销量增速趋缓,2015 年~2019 年智能手机出货量的复合增长率仅为 1.9%，而上一阶段 2010 年~2014 年智能手机出货量的复合增长率高达 42.9%；2）行业格局洗牌完成，品牌趋于高度集中。2014 年行业 CR5=57.5%，2019 年行业 CR5=76.6%。

图1、手机及智能手机的产品生命周期分析（单位：亿部，%）



资料来源：Gartner，Strategy Analytics，兴业证券经济与金融研究院整理

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

当前全球电动汽车的市场规模约 0.3 万亿，远期全球市场规模约 5.4 万亿。2019 年，全球电动车销量 208 万辆，中国电动车销量 106 万辆。我们以单车均价 15 万人民币估算，全球市场规模在 3122 亿元，中国市场规模在 1593 亿人民币。远期来看，假设 2030 年电动车达到 40%渗透率（假设 2030 年全球汽车销量 9000 万辆，国内汽车销量 3000 万辆），单车 ASP 15 万元来估算，全球电动车市场规模约 5.4 万亿元，国内电动车市场空间 1.8 万亿元。

表 1、电动汽车潜在市场规模敏感性分析（单位：万元，万亿元）

基础假设		
全球汽车总销量	9,000	万辆
电动车远期渗透率	40%	
电动车 ASP	15	万人民币
全球电动车潜力市场规模	54,000	亿人民币
当前全球电动车市场规模	3,122	亿人民币
潜力空间	16	倍

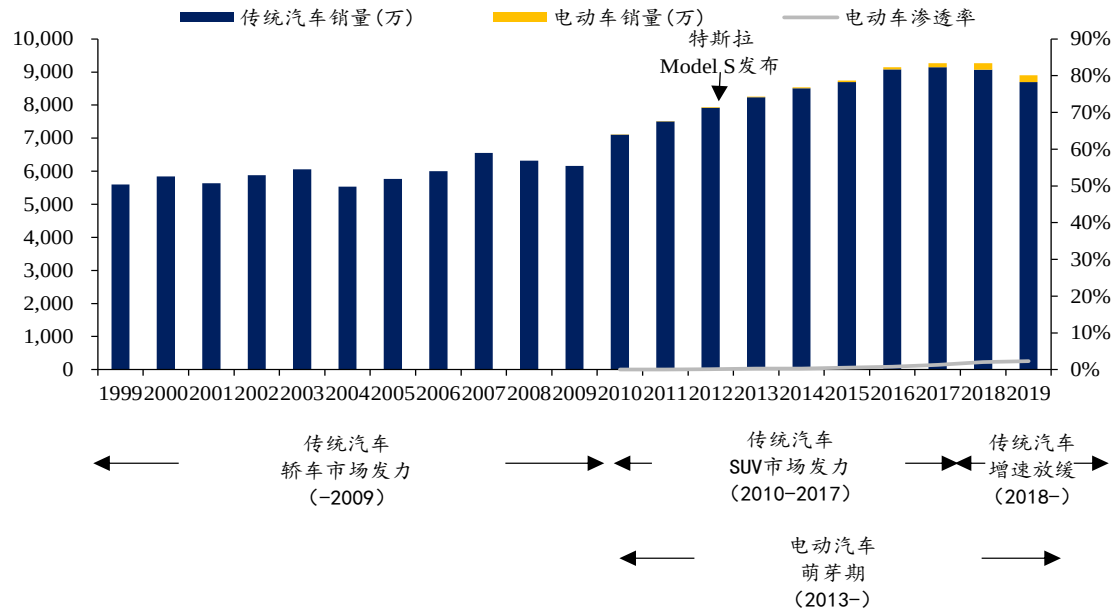
敏感性分析							
	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%
12	1.08	2.16	3.24	4.32	5.40	6.48	7.56
13	1.17	2.34	3.51	4.68	5.85	7.02	8.19
14	1.26	2.52	3.78	5.04	6.30	7.56	8.82
15	1.35	2.70	4.05	5.40	6.75	8.10	9.45
16	1.44	2.88	4.32	5.76	7.20	8.64	10.08
17	1.53	3.06	4.59	6.12	7.65	9.18	10.71
18	1.62	3.24	4.86	6.48	8.10	9.72	11.34

*横轴：渗透率，纵轴：单价（万人民币），市场空间（万亿人民币）

资料来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理

当前电动汽车的发展还处于萌芽阶段，潜力巨大。从渗透率看，电动汽车的发展仍处于早期萌芽阶段。2011、2015、2019 年，全球电动车的渗透率分别达 0.1%、0.5%、2.3%。智能手机对手机的出货量渗透率在达到 84%后暂时停滞，对比之下电动车拥有广阔的潜力。

图2、汽车及电动汽车的产品生命周期分析 （单位：万辆，%）



资料来源：MarkLines，兴业证券经济与金融研究院整理

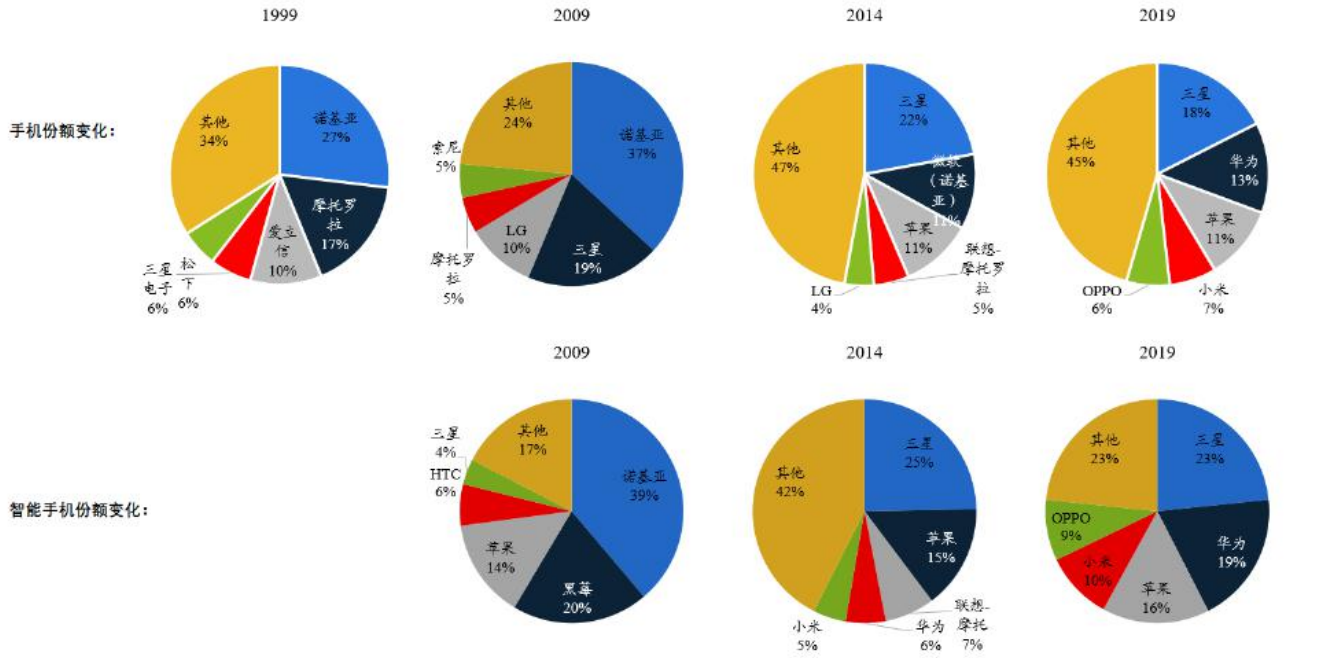
liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

1.2、竞争格局：手机头部集中，电动车集中度尚低，特斯拉龙头领先

手机的市场竞争格局变迁：集中到分散再到集中。1）多数传统手机时代的王者在智能手机时代销声匿迹。1999 年的手机出货量前五大龙头：诺基亚、摩托罗拉、爱立信、松下、三星电子，除三星外全部在智能手机时代落败。**2）传统龙头也可以成为新龙头。**如三星在传统手机时代有一定份额，在智能手机时代晋升为全球龙头。**3）传统品牌被收购后也未有好的表现。**如诺基亚被微软收购，摩托罗拉被联想收购，品牌实力继续走下坡路。**4）智能手机品牌份额早期集中，中期分散，后期再集中，**符合产业发展生命周期规律。发展过程中品牌份额持续洗牌，早期的王者不一定能笑到最后（如诺基亚、黑莓、HTC 的失败），新锐品牌也有潜力迅速崛起（如华为、小米、OPPO、vivo）。

图3、手机和智能手机历史品牌份额变迁（单位：%）



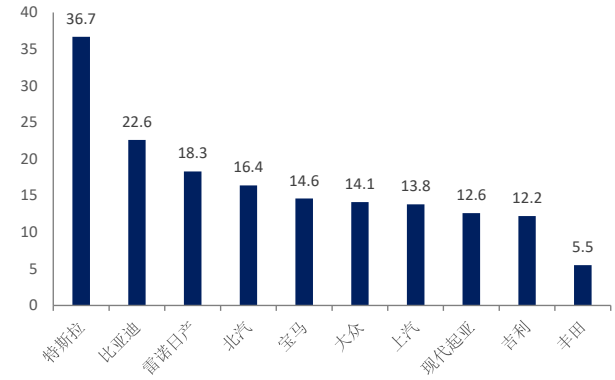
资料来源：Strategy Analytics，IHS，兴业证券经济与金融研究院整理

电动车格局：当前相对分散，CR5 市占率 46%，特斯拉目前领先。当前电动车市场格局中，份额领先的“新势力”只有特斯拉，其他电动车份额由转型中的传统车企分食。得益于国内的产业扶持政策，国产品牌表现强势，比亚迪、北汽、上汽分别排在 2-4 名。目前电动车的品牌份额集中度尚不高，CR5 仅 46%。

liaohan.net nblax520.com

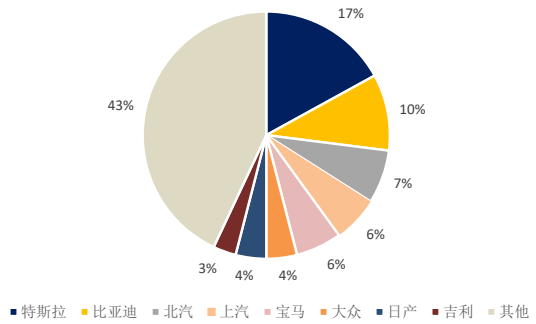
lax889889.com 299520.xyz

图 4、2019 年全球电动车分品牌销量（单位：万辆）



资料来源：Marklines，兴业证券经济与金融研究院整理

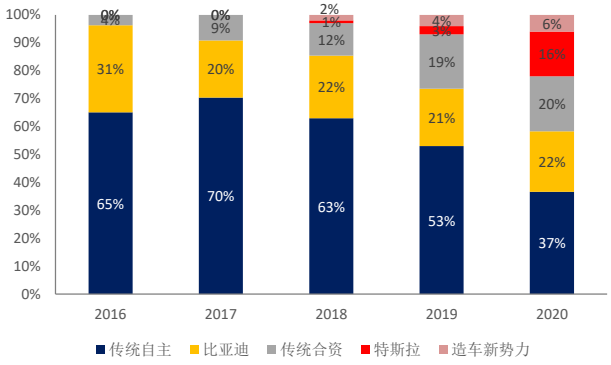
图 5、2019 年全球电动车市场份额（单位：%）



资料来源：Marklines，兴业证券经济与金融研究院整理

国内电动车市场从自主为主到自主/合资/外资全面竞争时代，特斯拉国产化后分额迅速提升。国内电动车市场最早由自主品牌主导，在比亚迪北汽之后，上汽/广汽/长城吉利等自主品牌纷纷加入。2018 年及以后造车新势力，合资车企的车型开始投放，市场竞争将进一步加剧。中国新能源乘用车 CR3 由 2015 年 58%左右下滑到 2019 年 34%左右。2020 年特斯拉 Model 3 国产化后迅速放量，20H1 销量达 5 万辆，市场份额 16.4%。后续车型来看，几乎所有自主/合资/造车新势力等均在电动车型上发力，供给端新品增加，行业竞争加剧。从新车规划来看，2020 年自主品牌电动车新品明显多于合资品牌，但合资车企多款产品相对重磅，2020 年电动车市场供给端改善明显。

图 6、新能源乘用车市占率变化（单位：%）



数据来源：中汽协，兴业证券经济与金融研究院整理

表 2、中国新能源乘用车分品牌销量及市占率（单位：辆，%）

2018	销量	市占率	2019	销量	市占率	2020H1	销量	市占率
比亚迪	23.0	22.4%	比亚迪	21.9	20.6%	特斯拉	5.0	16.4%
北汽新能源	15.6	15.2%	上汽乘用车	7.7	7.3%	比亚迪	3.9	12.6%
上汽乘用车	9.7	9.4%	五菱	6.0	5.6%	五菱	1.9	6.3%
奇瑞汽车	6.6	6.4%	北汽新能源	5.1	4.8%	大众汽车	1.9	6.1%
吉利汽车	5.4	5.3%	奇瑞汽车	4.8	4.5%	广汽传祺	1.8	5.8%
华泰汽车	5.3	5.1%	吉利汽车	4.4	4.2%	蔚来汽车	1.4	4.6%
江淮汽车	5.1	4.9%	大众汽车	4.1	3.9%	北汽新能源	1.4	4.6%
江铃汽车	4.8	4.7%	长城汽车	3.9	3.6%	宝马	1.3	4.2%
众泰汽车	3.0	3.0%	长安汽车	3.4	3.2%	奇瑞汽车	1.2	3.9%
长安汽车	2.6	2.6%	江淮汽车	3.4	3.2%	上汽乘用车	1.2	3.9%
其他	20.4	19.8%	其他	41.8	39.2%	其他	9.7	31.7%
合计	102.8	100.0%	合计	106.7	100.0%	合计	30.8	100.0%

数据来源：中汽协，兴业证券经济与金融研究院整理

1.3、技术变革：需求推动技术迭代，技术变革加速产业链分化

1）智能手机：不同细分零部件伴随技术创新成长分化明显。智能手机从出现开始对传统手机，以及当前智能手机相对初代智能手机，在手机形态、零部件、以及部件价值比例等方面均出现较明显的变化。**其中屏幕、摄像头、芯片等部件占比明显提升，同时又出现像射频芯片等新的部件，而声学部件变化相对较少。**

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

表 3、iPhone 的物料成本变化趋势（单位：美元，%）

(USD)	iPhone 4S (8GB) 2011	iPhone Xs Max (64 GB) 2018	增幅
物料成本			
屏幕	37.0	120.0	224.3%
结构件	33.0	71.5	116.7%
存储	28.3	40.8	44.0%
摄像头	17.6	37.6	113.6%
处理器	15.0	30.0	100.0%
射频芯片		17.0	
RF/PA 组件	23.5	15.5	-34.2%
3D 感测		13.5	
电源管理	7.2	12.6	74.3%
交互 IC	6.9	9.7	41.6%
包装及其他	7.0	7.3	3.6%
无线模组	6.5	7.0	7.7%
电池	5.9	6.5	10.2%
传感器		1.2	
合计	**188.0**	**390.0**	107.4%
物料成本占比			
屏幕	19.7%	30.8%	11.1pct
结构件	17.6%	18.3%	0.8pct
存储	15.1%	10.4%	-4.6pct
摄像头	9.4%	9.6%	0.3pct
处理器	8.0%	7.7%	-0.3pct
射频芯片		4.4%	4.4pct
RF/PA 组件	12.5%	4.0%	-8.5pct
3D 感测		3.5%	3.5pct
电源管理	3.8%	3.2%	-0.6pct
交互 IC	3.6%	2.5%	-1.2pct
包装及其他	3.7%	1.9%	-1.9pct
无线模组	3.5%	1.8%	-1.7pct
电池	3.1%	1.7%	-1.5pct
传感器		0.3%	0.3pct
合计	100.0%	100.0%	0.0pct

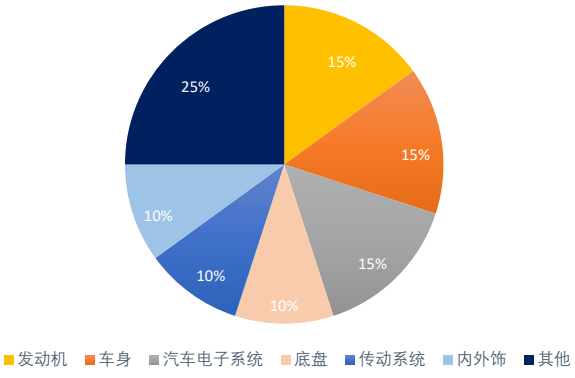
资料来源：IHS，兴业证券经济与金融研究院整理

2）电动汽车：电动智能大趋势下，核心零部件价值切换，电动智能相关零部件价值量将显著提升。对于电动车行业而言，由于本身结构不同，使得传统发动机，变速箱等占比迅速降低，取而代之的是电池、电机以及 BMS 等占比显著提升，同时在智能化方面，毫米波雷达、摄像头等新部件出现，且伴随技术不断演进，占比呈现明显上升趋势。

liaohan.net nblax520.com

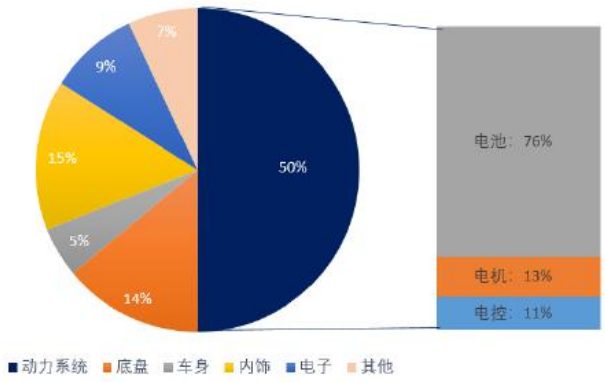
lax889889.com 299520.xyz

图 7、传统燃油车部件成本构成（单位：%）



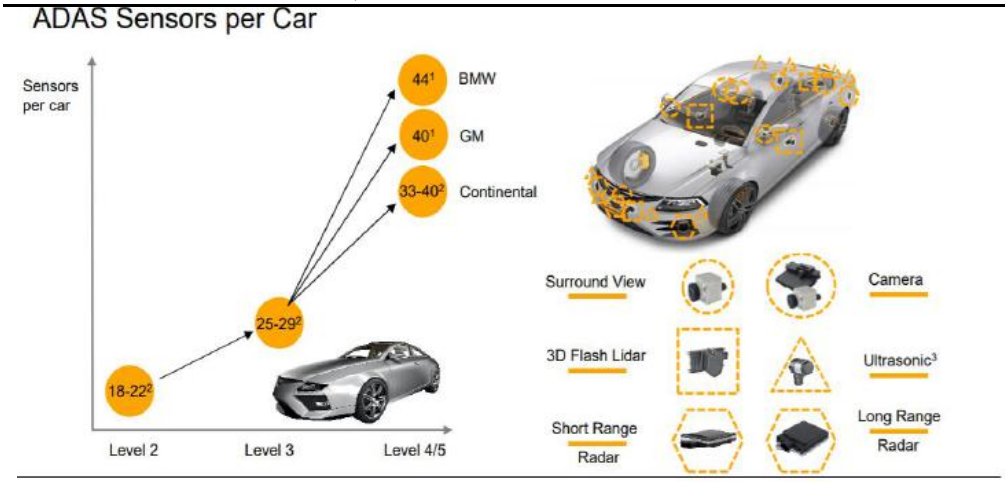
资料来源:东方网,兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、纯电车型部件成本构成（单位：%）



资料来源:东方网,兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、随自动驾驶的发展，车均采用的传感器将显著增多



资料来源：东方网，兴业证券经济与金融研究院整理

2、苹果 vs 特斯拉：科技先锋，异曲同工

2.1、品牌塑造：创始人光环，行业科技先锋

- **创始人光环：强大光环加持，创始人自带流量**

创始人强大个人光环加持，塑造并提升品牌价值。苹果方面，创始人乔布斯始终坚持极致完美主义，极度偏执，追求创新，将个人意志注入苹果产品中，凭借其个人魅力在全球拥有众多粉丝，为苹果前期品牌塑造奠定坚实基础。特斯拉方面，马斯克在加盟特斯拉之前就曾创办多家企业，从 1995 年辍学创办 Zip2 公司大获成功以后，在投资领域不断印证其风口属性。凭借个人光环效应以及粉丝的口碑营销，成功将特斯拉打造成全球知名电动车品牌。另外，马斯克在航空航天、地下轨道交通等领域超前的布局和思路进一步提升了个人影响力，从而间接提升特斯拉的品牌力。**苹果和特斯拉创始人的共同特点是都自带强大个人光环，凭借超强个人魅力塑造品牌价值。**

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

图 10、乔布斯

来源：新浪科技，兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、马斯克

来源：新浪科技，兴业证券经济与金融研究院整理

表 4、乔布斯生平职业轨迹

年份	事迹
1977年1月	苹果公司正式注册成立
1980年	股票在华尔街上市
1984年	第一台Mac机面市
1985年	被Sculley扫地出门创办NeXT
1997年	乔布斯再次成为苹果CEO
1999年	苹果推出iBook、G4和iMacDV
2001年	平面式的iMac推出，取代已问世三年的iMac
2002年	推出第二代iPod播放器，使用了称为“Touch wheel”的触摸式感应操作方式
2003年	推出第一台的64位个人电脑Apple PowerMac G5以及第三代iPod音乐播放器
2004年	乔布斯被诊断出胰腺癌，苹果股价重挫，推出第四代iPod播放器
2006年	乔布斯发表了第一部使用英特尔处理器的台式电脑和笔记本电脑分别命名为iMac和MacBook Pro
2007年	乔布斯在Mac World上发布了第一代iPhone与iPod touch
2008年	发布MacBook Air，轻薄机身震惊全球
2009年6月23日	乔布斯重新回归苹果总部工作
2010年1月27日	发布iPad
2010年5月26日	苹果市值高达2220亿美元，创历史新高
2010年6月8日	乔布斯正式发布苹果第四代手机iPhone4
2011年1月17日	乔布斯宣布再次病休
2011年6月7日	乔布斯再次亲自发布了包含云应用的iOS 5

来源：新浪科技，兴业证券经济与金融研究院整理

表 5、马斯克职业轨迹

马斯克早期经历	成果
1983 年，12 岁的埃隆·马斯克设计出一款太空游戏软件，之后以 500 美元的价格出售给《PC and Office Technology》杂志。	赚到人生第一桶金 500 美元。
1995 年，在辍学后与弟弟创办了 Zip2 公司，为新闻机构开发在线内容出版软件的公司。	1999 年被康柏公司以 3.07 亿美元现金和 3400 万美元股票期权收购，马斯克获利 2200 万美元。
1999 年 3 月，埃隆·马斯克投资 1000 万美元，创办线金融服务和电子邮件支付业务公司“X.com”。	“X.com”成立。
2000 年，迫于业务竞争，X.com 与 Confinity 公司合并，后更名为 PayPal。	Paypal 被易贝以 15 亿美元全资收购，埃隆·马斯克是 PayPal 最大股东，拥有 11.7%股权，获利 1.65 亿美元。
2002 年 6 月，埃隆·马斯克成立太空探索技术公司 Space X，计划在未来实现火星移民。	成立 Space X。
2004 年，马斯克向特斯拉投资 630 万美元。	担任特斯拉董事长。
2006 年，埃隆·马斯克投资 1000 万美元与合伙人联合创办了光伏发电企业太阳城公司。	担任 Solar City 董事会主席。
2016 年 12 月成立 The Boring Company ，是一家用于解决地面拥堵问题的轨道交通公司。	成立 The Boring Company。

来源：新浪科技，兴业证券经济与金融研究院整理

- **设计风格：至繁归于至简，简约美观的设计风格**

遵从极简主义，产品简约美观。苹果与特斯拉相关产品外观设计风格上均遵从极简主义，去造型、去赘余、去装饰。从 2007 年的初代 iPhone 开始，苹果正面只有一个按键，到 2017 年 iPhone X 推出时取消。Model 3 摒弃传统车型显示仪表设计，将车速、续航、空调、地图等功能集中于中控屏之中。同时苹果与特斯拉均优化用户使用界面，提升用户体验。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

图 12、苹果极简设计

资料来源：维科网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 13、Model 3 简约中控内饰

资料来源：第一电动，兴业证券经济与金融研究院整理

图 14、iPhone 优化用户界面

资料来源：维科网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 15、Model S 中控屏集成诸多功能

资料来源：第一电动，兴业证券经济与金融研究院整理

- **品牌形象：科技先锋**

科技时尚先锋，引领行业最新动向。苹果与特斯拉在各自领域均充当科技先锋形象，苹果首创的大屏幕、无键盘的外观设计，以及多点触控、金属机身、指纹识别等先进技术引入，均成功引领行业前沿。特斯拉自 Model S/X 发布以来，首次引入智能辅助驾驶，开创智能驾驶汽车先河。作为行业创新领头羊，引领行业向电动化、智能化方向加速发展。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

图 16、苹果 iOS 14 APP 分类界面

资料来源：维科网，兴业证券经济与金融研究院整理

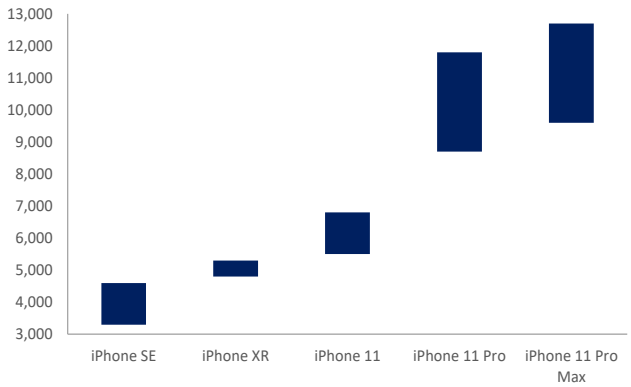
图 17、特斯拉 Cybertruck 前卫外观设计

资料来源：第一电动，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、产品策略：高举高打，大单品战略

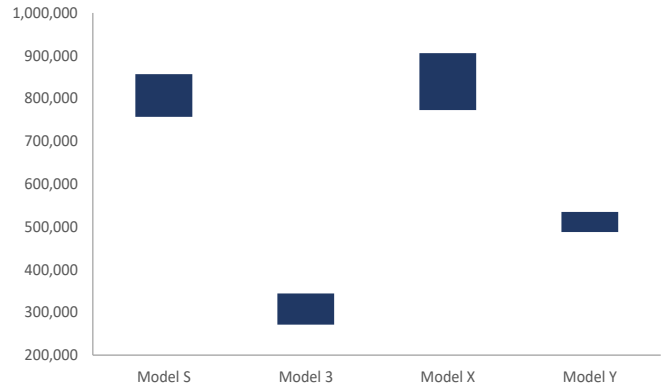
- **产品定位：高举高打，从高端到低端。**苹果手机产品主要走高端路线，早期主要定位于高端手机市场，近年推出 iphone SE 系列以及 XR 等相对中端系列产品，扩充产品价格区间覆盖。特斯拉最早推出 Model S/X，主打高端豪华电动市场，产品定价 70 万及以上，2018 年及之后推出 Model 3/ Model Y，产品主要覆盖 27-50 万价格区间带轿车及 SUV 市场，产品价格区间下探，产品组合不断丰富。**从高端切入，其核心在于树立品牌，手机类消费电子以及汽车类耐用消费品最终功能上差异化较为困难，因此品牌形象的差异尤为重要，有利于主机厂实现更高的定价。**

图 18、苹果主要产品及价格区间（单位：元）



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 19、特斯拉主要产品及价格区间（单位:元）



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

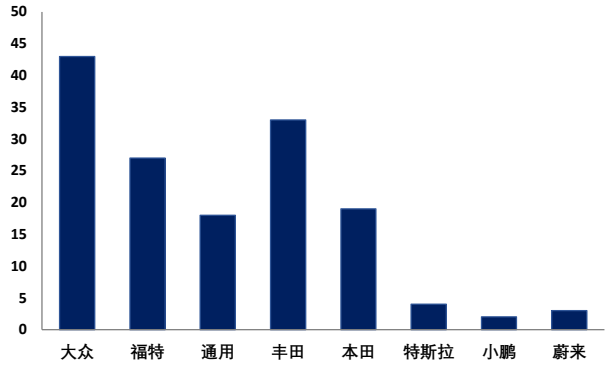
- **产品策略：大单品策略，规模效应最大化。**从 SKU 角度来说，苹果是全球最独特的手机品牌，型号集中，产品周期长。以 2019 年 9 月发布的 iPhone 为例，iPhone 只有三个型号。iPhone 极为精简的 SKU 背后是不留试错的产品精神，追求每代产品的完善和稳定。最畅销的 iPhone6 系列，截至目前全球累计出货超 2.5 亿台。特斯拉主要乘用车产品也只围绕高端（Model S/X），中

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

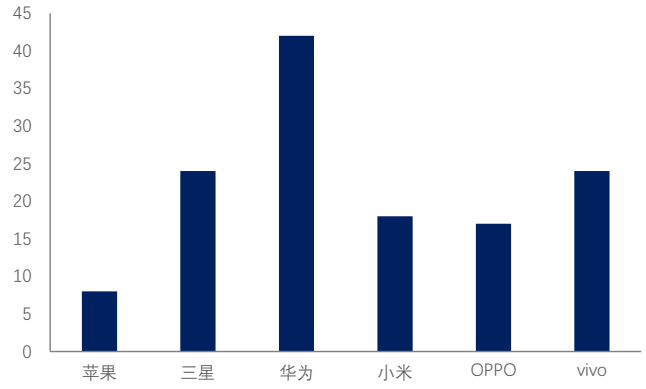
端（Model 3/Y）四款产品，分别覆盖 SUV 及轿车领域市场，且每一个细分市场当前仅推出一款车型。同时皮卡/重卡领域各布局一款 Cybertruck/Semi 车型，产品布局集中，坚持大单品策略。**iPhone 单个型号的大规模出货给自身产品设计、系统和软件适配、供应链企业固定资产投资，均带来巨大的规模优势。特斯拉 Model S/X 采用同一底盘，以及 Model 3/Y 采用同一底盘，且智能驾驶系统相同；其中 Model 3/Y 有 75%车身零部件通用，大单品策略更有利于摊销研发费用及生产成本与零部件采购成本，同时也助推单一车型做到极致，提升产品竞争力。**

图 20、主要汽车品牌在售车型数量（单位：个）



资料来源：汽车之家，兴业证券经济与金融研究院整理

图 21、主要手机品牌官网在售机型数量（单位:个）



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

2.3、核心竞争力： 科技创新，引领变革

2.3.1、产品创新：颠覆传统，重新定义

初代 iPhone 重新定义智能手机，是理念的胜利，也是性能的碾压。1）设计理念上：初代 iPhone 问世以前，市面上的智能手机普遍为小屏幕带物理键盘，或带手写笔的触屏。诺基亚、摩托罗拉、黑莓等为当时的主流品牌，塞班和 windows mobile 是当时的主流操作系统。iPhone 的问世打破了人们对智能手机的认知，iPhone 没有物理键盘，以手指触控为交互方式。2）**硬件性能上：**初代 iPhone 触控操作体验依赖一块 320*480 分辨率 3.5 英寸十点触控 TFT 全彩电容屏，另其他手机厂商望尘莫及。与同时期的诺基亚旗舰机 N95 相比，iPhone 的屏幕大 81%、CPU 频率高 25%、厚度薄 45%，起售价便宜 32%，性能、颜值、体验优势明显。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

图 22、2007 年人气机型诺基亚 N95

资料来源：诺基亚，兴业证券经济与金融研究院整理

图 23、2007 年发布的初代 iPhone

资料来源：苹果，兴业证券经济与金融研究院整理

表 6、初代 iPhone 和诺基亚 N95 对比（单位：英寸，MHz，美元等）

	Nokia N95	初代 iPhone
上市日期	2007 年 5 月	2007 年 6 月
屏幕尺寸	2.6 英寸	**3.5 英寸**
形态	滑盖键盘	**电容触控**
分辨率	320×240 像素	**320×480 像素**
CPU 型号	ARM11	ARM11
CPU 频率	332MHz	**416MHz**
后置摄像头	500 万像素	200 万像素
网络类型	3G 网络	GSM/EDGE
手机尺寸	99x53x21mm	**115×61×11.6mm**
售价	€550 (US$730)	**$499/$599**

资料来源：ZOL，维基百科，兴业证券经济与金融研究院整理

特斯拉重新定义电动车，在性能和理念上实现创新。Model S 作为全球第一款豪华电动轿车，采用全新电动平台，上市后凭借超强动力表现，在豪华车市场中夺得一席之地。同时颠覆传统的内饰设计，将中控所有实体按键全部集成到中控大屏，带来颠覆传统车的设计。特斯拉后续各款产品 ModelX、Model3、ModelY、Cybertruck 均引领细分领域潮流。

表 7、特斯拉首款 Model S 动力参数（单位：KW,Nm,Km/h 等）

车型	2012款 Tesla S	2012款宝马7系	2012款奥迪A8	2012款奔驰S级
最大功率（kw）	310	235	245	180
最大扭矩（N·m）	600	450	440	300
百公里加速时间（s）	4.4	5.7	6	7.1
最高车速(km/h)	250	250	250	245

资料来源：汽车之家，兴业证券经济与金融研究院整理

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

图 24、2012 款奔驰 S 级内饰

资料来源：汽车之家，兴业证券经济与金融研究院整理

图 25、特斯拉首款 Model S 创新内饰设计

资料来源：汽车之家，兴业证券经济与金融研究院整理

2.3.2、技术实力：均有独门必杀技

➢ **苹果：IOS 软硬结合，自研 CPU 保持技术领先**

苹果开发独立的 iOS 系统，构筑客户粘性。iPhone 搭载独家的、封闭的操作系统——iOS。iOS 系统软硬件高度整合，提升系统稳定性，同时相比于安卓系统界面美观、易操作、安全性强等优势明显领先。同时 iOS 由于苹果独有，支持苹果机型较多，且更新后全球 iPhone 用户可在同一时间获得更新推送，第一时间体验新系统带来的新功能和新变化，带来良好客户体验。相比之下由于安卓机型众多，很多手机厂商都会对自家设备运行的安卓系统进行改造和优化，使得用户设备无法第一时间获得系统更新支持。

图 26、苹果历代 iOS 系统对 iPhone 机型支持时间

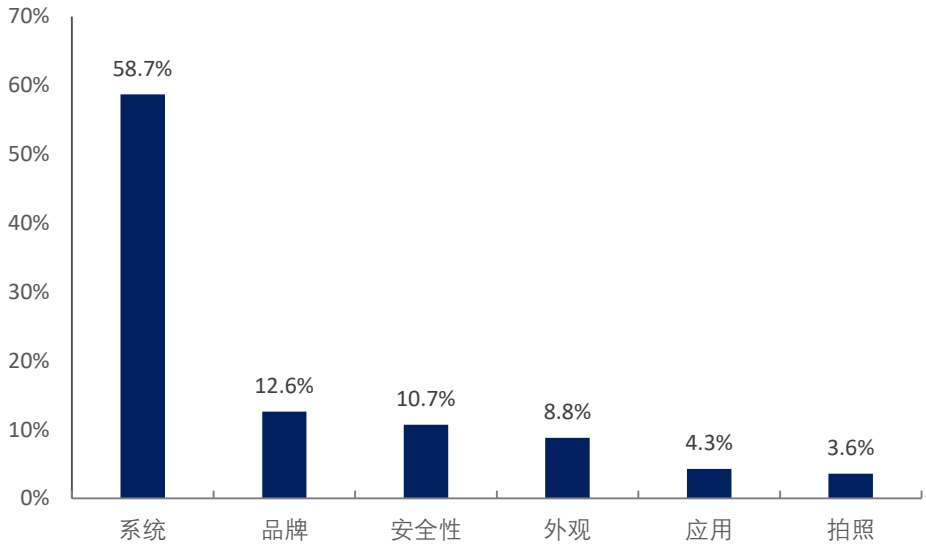
资料来源：腾讯网，兴业证券经济与金融研究院整理

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

iOS 封闭带来稳定安全性，独家性构筑高迁移成本。iOS 的封闭性带来稳定性，独家性又构筑了 iPhone 较高的迁移成本。根据市场调研数据，近 59%的用户认为自己不舍离开 iPhone 阵营的原因是系统，这一比例明显高于其他选项如品牌（12.6%）、安全性（10.7%）和外观（8.8%）。

图 27、苹果用户最舍不得离开的 iPhone 特性（单位：%）



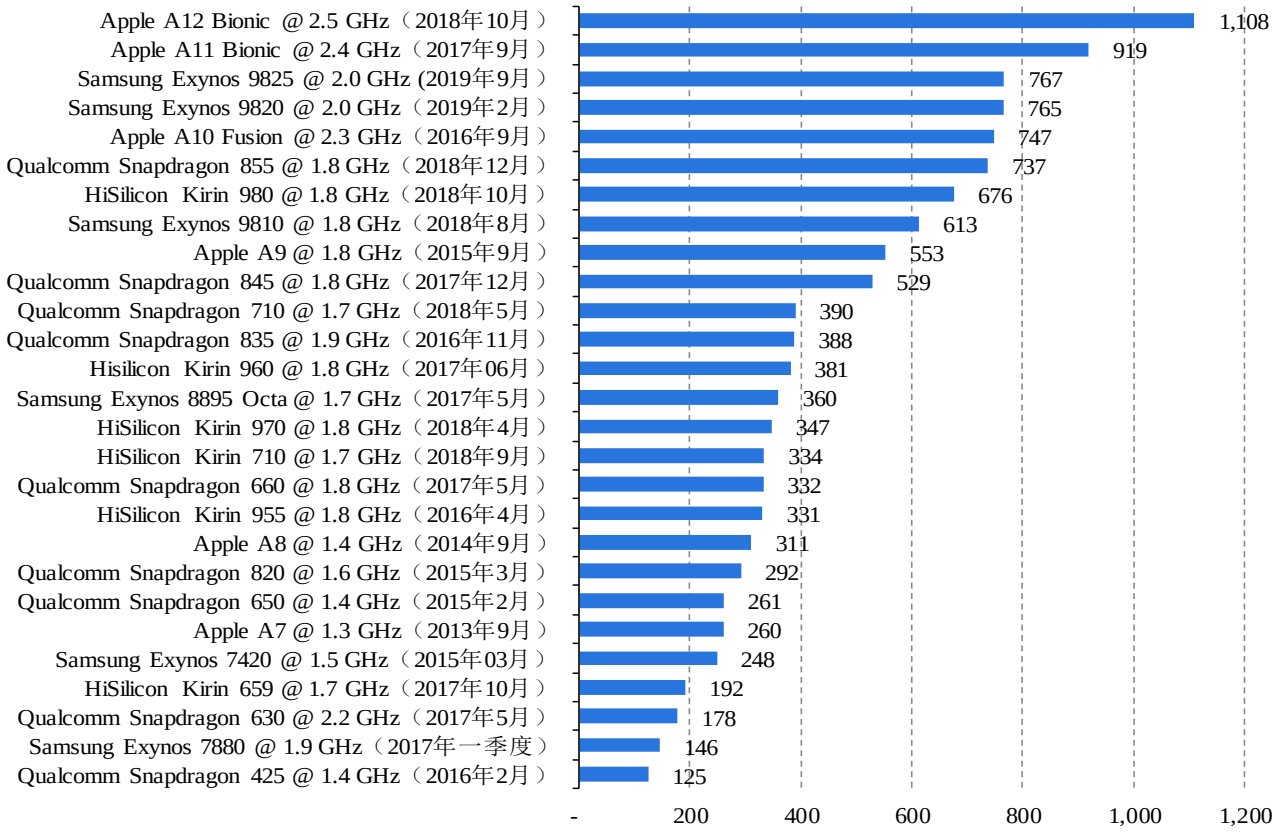
资料来源：企鹅智库调研（2016），兴业证券经济与金融研究院整理

自研 CPU 性能持续领先，构成苹果手机硬件层面强大竞争力。根据权威机构 Geekbench 的测试数据，苹果自研 CPU 无论是在单核性能还是多核性能上，均领先其他品牌 CPU，其中在单核性能上的领先更为明显。例如，搭载苹果 A12 处理器，上市于 2018 年 9 月的 iPhone XS 单核性能得分为 1108，多核性能得分为 2681，两项数据均为当时最高水平。同时代单核得分最高的安卓手机 CPU 为三星 Exynos9825，单核得分为 767，仅为 iPhone XS 得分的 70%，且发售时间晚于苹果 1 年。2015 年 9 月上市的 iPhone 6s 系列使用的 A9 处理器，单核跑分性能还略高于骁龙 845，而骁龙 845 发布于 2017 年 12 月，晚于苹果 2 年零 3 个月。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

图 28、移动端 CPU 单核跑分排行榜



资料来源：Benchmark，ZOL，维基百科，兴业证券经济与金融研究院整理
*括号内时间为芯片的发布时间（高通），或所属机型的发布时间（苹果、三星、华为）

➢ **特斯拉：深入布局智能驾驶，重构汽车电子架构，创新汽车生产方式**

深入布局智能驾驶，技术行业领先。目前特斯拉智能驾驶技术已达到 L2.5 级别，Autopilot 软件已更新至 9.0 版本。2019 年 4 月，Autopilot 硬件发布 3.0 版本，通过特斯拉自主研发的 Ap3.0 芯片，算力达到 144TOPS（完胜竞争对手目前最先进技术 21TOPS ），达到 2.0 时期 Drive PX2 的 21 倍，足够支撑全车 8 个摄像头的所有数据运算以及冗余，功耗仅为 72W，并且已经在目前新生产的特斯拉旗下车型中搭载。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

图 29、特斯拉自动驾驶传感器

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 30、特斯拉 Autopilot 界面

资料来源：车云网，兴业证券经济与金融研究院整理

表 8、特斯拉 Autopilot 进化史

		Autopilot	Enhanced Autopilot	Full Self-Driving Capability
使用场景		高速公路和行车缓慢的环境	高速公路（支持驶入驶出告诉公路）、可以通过更拥堵、复杂的路段	城市街道(即使没有车道线).有高速公路(支持驶入驶出高速)、可信号灯的复杂路口、停车标志环以通过更拥堵、复杂的路段 岛高速公路,在几乎所有情况下都可实现
系统功能		主动巡航控制 辅助转向 自动变道 自动泊车	根据交通状况调整车速 保持在车道内行驶 自动变换车道而无需驾驶员介入 从一条高速公路切换至另一条 在接近目的地时驶出高速	从A点到B点，车辆会自行泊车/召回/寻找充电站。
硬件	传感器	前置摄像头1个 前置雷达1个 传感器超声波传感器12 个 后置倒车摄像头1个	摄像头8个(但只激活3个前视摄像头和1个车尾摄像头) 毫米波雷达1个 超声波雷达12个	摄像头8个 毫米波雷达1个超声波雷达12个 超声波雷达12个
	计算平台	NVIDIA Tegra 3/ Mobileye Q3.(部分依靠媒体控制单元MCU)	NVIDIA Drive PX2/Tesla FSD	未知
	更新时间	2014年10月首次推出1.0版硬件,Model S率先搭载	2016年10月开始配置2.0版硬件； 2019年4月发布3.0版硬件，后续生产的特斯拉车型均会搭载；	未知
软件	更新方式	OTA	OTA	未知
	更新时间	2015年10月发布第一个有意义的固件"Autopilot Update"； 2015年10月发布7.0版本； 更新时间2015年12月发布7.1版本，更新了包括称为Summon的自动泊车技术； 2016年8月发布8.0版本,将雷达用作主传感器	2017年1月特斯拉开始向1000辆新车车主推送Autopilot 2.0软件更新 2017年6月发布8.1版本，使Autopilot 2.0系统功能与第一代产品保持致。 2018年10月发布9.0版本，部分辅助驾驶功能得以更新 2019年9月发布10.0版本，引入视频、游戏等娱乐软件，改善可视化驾驶、优化哨兵模式、优化自动化召唤模式	未知
地图与定位		电子导航地图 高精准GPS和惯性测量单元(IMU)	使用高精度地图 高精准GPS和惯性测量单元(IMU)	未知
驾驶员监督		方向盘传感器	方向盘传感器(Model 3.上出现个看向车内的摄像头，但未被激活)	未知
系统价格		购车时选配2500美元,交付后激活3000美元，2016年8月涨价,购车时选配3000美元或交付后3500美元。	增强自动辅助驾驶选装包购车时选配5000美金.交付后激活6000美金。	全自动驾驶功能购车时选配为6000美金.交付后激活需8000美金。

资料来源：车云网，兴业证券经济与金融研究院整理

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

表 9、Model 3 与国内主流电动车比较（单位：万元，km 等）

	蔚来ES6 2019款 420km 运动版	蔚来ES8 2020款 415km 计准版	广汽Aion LX 2019款 80D	Model 3标准版	Model 3长续航版	Model 3高性能版	比亚迪 汉 2020款 EV 超长续航豪华版	小鹏P7 2020款 后驱长续航智享版
补贴后售价（万元）	33.8	44.8	27.96	27.2	34.4	41.98(补贴前)	22.98	24.99
车身尺寸	4850*1965*1758	5022*1962*1756	4786*1935*1685	4694*1850*1443	4694*1850*1443	4694*1850*1443	4980*1910*1495	4880*1896*1450
轴距	2900	3010	2920	2875	2875	2875	2920	2998
电池能量密度	170.5	170.5	180	145/153	161	-	140	170
带电量	70	70	93	52	75	75（进口估计）	75（进口估计）	75（进口估计）
百公里电耗	18.1	17.4	17.1	12.4/12.5	12.8	-	-	-
NEDC续航里程（km）	420	415	600	445	668	530	605	586
快充时间（h）	0.8（80%）	1.5（80%）	-	1（V2 100%）	-	-	0.42（80%）	0.47（80%）
慢充时间（h）	10	10	-	10	10	10	-	5.7
最大功率(kW)	320	400	300	202	202	340	340	340
最大扭矩(N·m)	610	725	700	375	404	639	639	639
最高车速(km/h)	200	200	-	225	225	261	261	261
电池组质保	不限年限/里程	不限年限/里程	8年或15万公里	8年或16万公里	8年或19.2万公里	8年或19.2万公里	8年或15万公里	8年或16万公里
零百加速(s)	5.6	4.9	-	5.6	5.3	3.4	7.9	6.7
零百制动距离(m)	-	-	-	36.42	-	-	-	-
中控屏尺寸（英寸）	11.3	11.3	12.3	15	15	15	12.3	10.25
巡航系统	定速巡航	定速巡航	-	全速自适应巡航	全速自适应巡航	全速自适应巡航	全速自适应巡航	全速自适应巡航
车联网	标配	标配	标配	标配	标配	标配	标配	标配
OTA升级	标配	标配	标配	标配	标配	标配	标配	标配
并线辅助	标配	标配	选配	标配	标配	标配	无	标配
车道保持辅助	选配	选配	选配	选配	选配	选配	选配	选配
主动刹车	标配	标配	选配	标配	标配	标配	标配	标配
自动驾驶级别	L2	L2	L2.5	L2.5	L2.5	L2.5	L2.5	L3

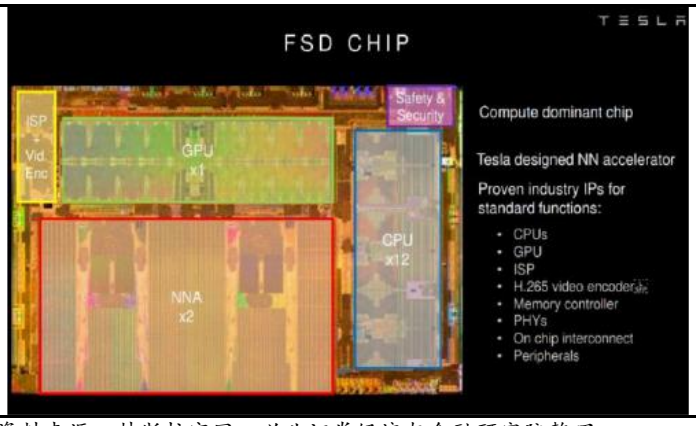
资料来源：汽车之家，兴业证券经济与金融研究院整理

搭载自研 FSD 芯片，OTA 升级让智能再上一层楼。搭配特斯拉自研 FSD 芯片，特斯拉以低成本实现冗余架构，为未来 L5 自动驾驶的推出奠定基础。在安全性方面，特斯拉的汽车电气架构以及全电动动力总成设计使其遥遥领先。OTA 可简单理解成远程无线升级技术，在电动框架下有显著优势。第一辆真正搭载 OTA 的汽车是特斯拉 Model S，从 2012 年发布至 2019 年底，特斯拉过去 7 年累计进行 45 次 OTA 升级，涉及应用程序、地图、灯光、等传统功能外，对 FCW(前方碰撞预警系统)、LDW（车道偏离预警系统）、AEB（自动紧急制动系统）、LCA（并线辅助）等智能驾驶系统的相关功能进行升级，在修复过往缺陷、提升功能性的同时，增强产品保值率。同时根据客户反馈数据进行反馈分析，进一步加快产品迭代速度。

liaohan.net nblax520.com

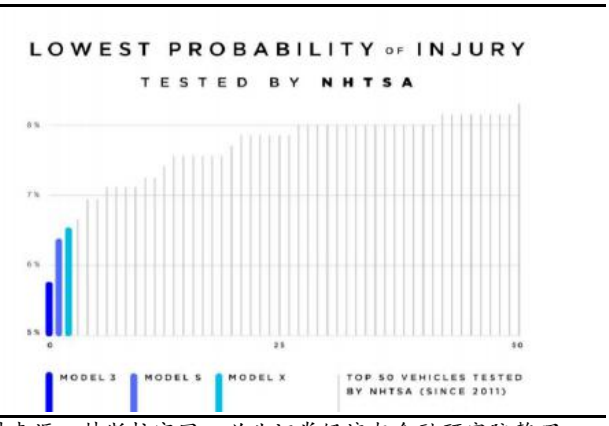
lax889889.com 299520.xyz

图 31、特斯拉 FSD 芯片



资料来源：特斯拉官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 32、NHTSA 检测汽车伤害发生概率排名

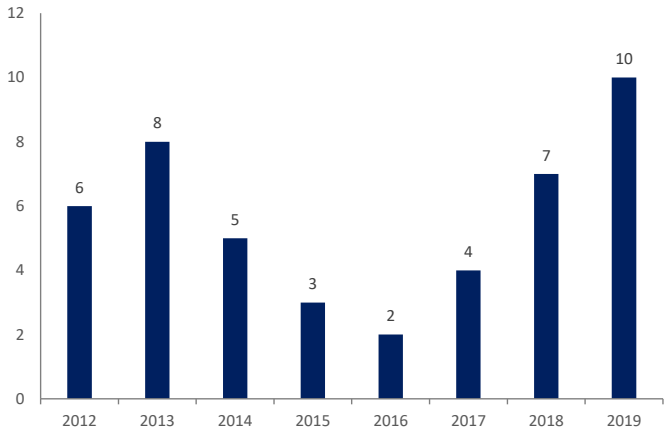


资料来源：特斯拉官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 33、OTA 优势

资料来源：艾拉比，兴业证券经济与金融研究院整理

图 34、特斯拉历年 OTA 升级次数（单位：次）



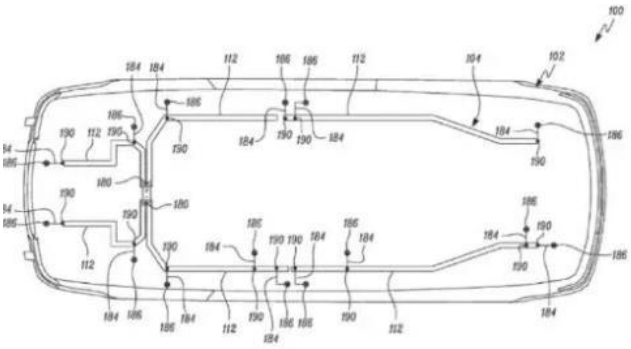
资料来源：BC-auto，兴业证券经济与金融研究院整理

特斯拉重构汽车电子架构，创新使用域控制器为核心的电子架构。由于特斯拉在电子电气方面的进步，特斯拉的线束长度也发生了惊人的变化，Model S 线束长度约 3km，Model 3 线束长度减半至约 1.5km，而且据 Electrek 报道，特斯拉计划将 Model Y 的车内线束长度缩短到 100 米，相比之下传统汽车设计的时候线束长度可达数公里，复杂度较高。在域控制架构方面，特斯拉 Model 3 推出了“区域 zone”EEA，例如中域、左域与右域。取代过去的 Model S 功能域。EEA 设计基本可以避免一根线束横跨车身的情况的出现，有效减少线束的长度。在电池分配架构方面，Model 3 配电控制模块放在 12V 电池后部，为车辆转向控制器、车身控制模块 BCM RIGHT、BCM LEFT 供电，线束长度实现减半。Model 3 中的线束集成化将在 Model Y 中表现地更为突出，从而进一步促进装配的可自动化。线束缩短将带来整车信息传输更加快速便捷，提升整车信息交互能力。

liaohan.net nblax520.com

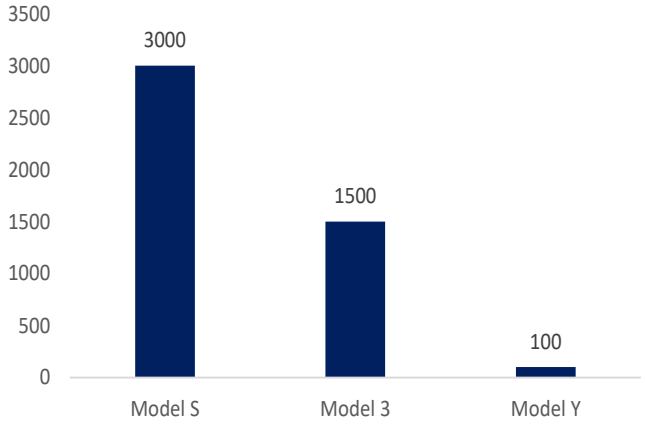
lax889889.com 299520.xyz

图 35、特斯拉 Model Y 线束专利



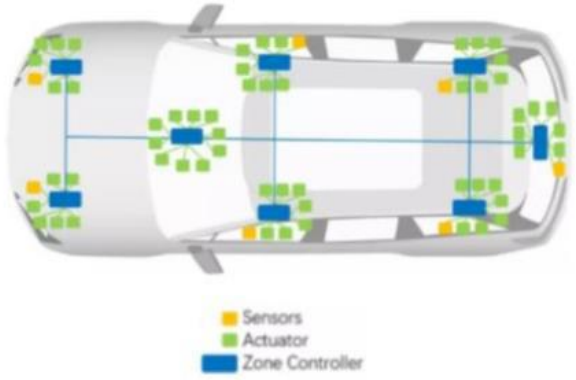
资料来源：美国专利局，兴业证券经济与金融研究院整理

图 36、Tesla 经典车型线束长度（单位：米）



资料来源：Electrek，兴业证券经济与金融研究院整理

图 37、特斯拉 Model 3 “区域 Zone”EEA



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 38、Model 3 配电控制模块

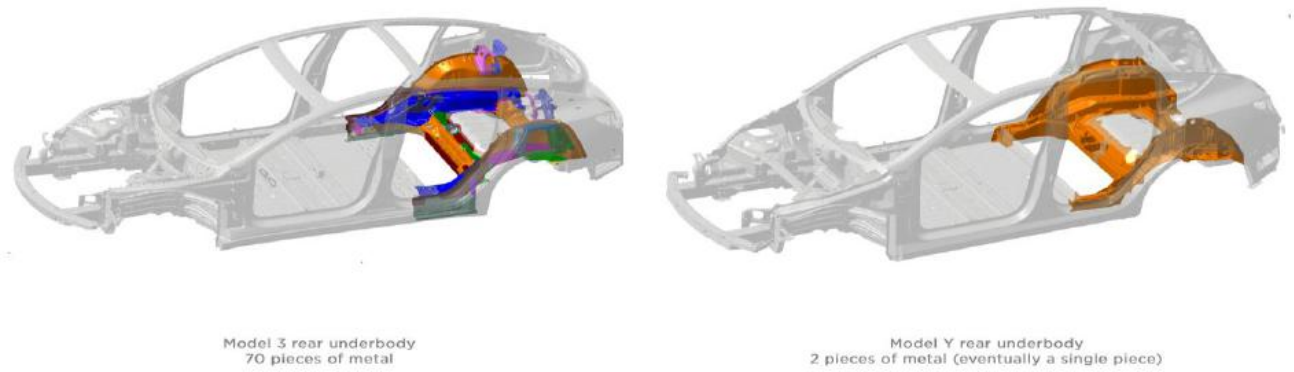
资料来源：CSDN，兴业证券经济与金融研究院整理

在汽车生产方面，创新采用“一体铸造”工艺，底盘零部件集成化水平提升。2019 年 7 月，特斯拉发布一种车架一体铸造技术和相关的铸造机器设计。该技术将车身上的大量铝铸造零部件进行了集成化设计，并进行一体化铸造，大幅减少零件数量，更有利于自动化装配。目前特斯拉即将在美国工厂 Model Y 生产上应用“一体铸造”技术，铝铸造工艺比例提高，将底盘 70 个部件变成 1 个，底盘集成化进一步提升。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

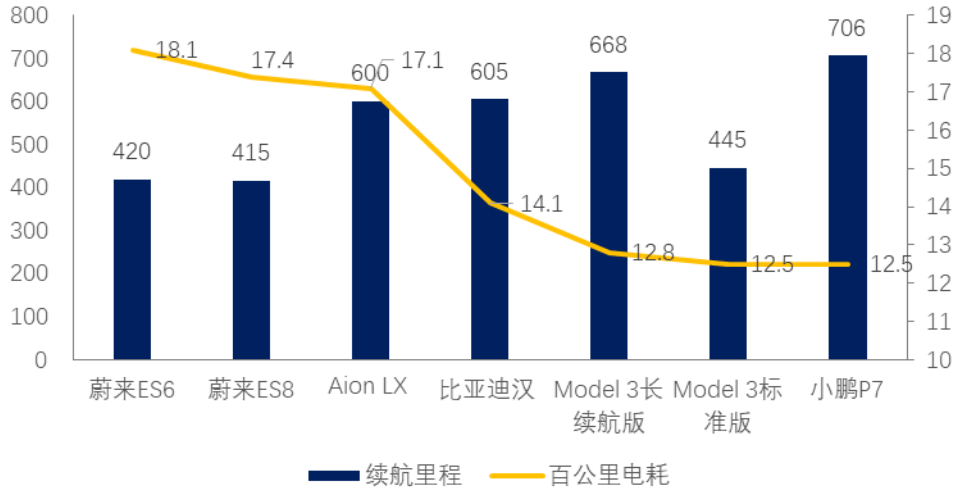
图 39、特斯拉压铸一体化图示



资料来源：特斯拉官网，兴业证券经济与金融研究院整理

优秀的 BMS 能力降低单位电耗提升续航里程，快充技术迭代缩短充电时间。得益于特斯拉优秀的 BMS 电池能耗管理，从百公里电耗与 NEDC 续航里程指标来看 Model 3 长续航版明显优于竞品车型。特斯拉目前快充系统已经历过三轮迭代，从 2012 年第一代推出的 105KW 升级到目前第三代 250KW,5 分钟充电量可行驶 120 公里。同时特斯拉超级充电站在全球范围内迅速扩建，截止目前公司在全球范围内已建立 1130 座超级充电站，8496 个超级充电桩，网络功率大且定价明显吸引力，按照每年 1500 英里（2400 公里）的中性假设，充电费用约 116 美元，燃油费用约 195 美元，产品经济性明显。

图 40、Model 3 与国内主流电动车续航及百公里电耗比较（单位:km，km/百公里）

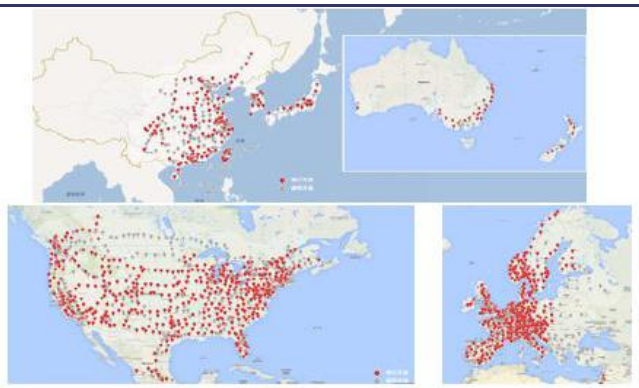


资料来源：工信部，兴业证券经济与金融研究院整理

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

图 41、特斯拉全球充电站分布



资料来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

表 10、特斯拉快充技术演变

	推出时间	功率	充电时间
第一代	2012年	105kW	30分钟充电量可供行驶180公里
第二代	2013年6月	120kW	30分钟充电量可供行驶270公里，75分钟完全充电
第三代	2019年3月	250kW	5分钟充电量可供行驶120公里

资料来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

2.3.3、生态：封闭生态，构筑产品护城河

苹果：封闭 IOS 生态，构筑强大生态护城河。苹果的一大特点是操作系统生态的封闭性，不论是 PC（macOS）还是智能手机（iOS），封闭构成了苹果生态护城河的根基。对比开放操作系统如 Windows 和 Android，这种封闭性使得苹果系统在硬件适配上工作量锐减，提高了系统的稳定性和流畅度。此外，对于第三方应用的开发者来说，软件的适配工作也更少。

同时苹果的封闭生态使得 iPhone、AirPods、Mac、Watch、iPad 等苹果相关产品借助“连续互通”，在设备之间实现无缝衔接，给消费者带来更好的体验，也给消费者设置了较高的“阵营切换”成本，大大增加了消费者的粘性。消费者粘性使得增量用户倾向于持续留在苹果阵营，封闭的生态逐渐壮大，进而弥补了生态封闭造成的应用单一问题，形成了用户体验与用户忠诚度之间的正向强化循环，构成了苹果的生态护城河。

图 42、苹果相关产品互联互通

接力：在一台设备上开始工作，再切换到附近的另一台设备上继续工作。
通用剪贴板：在一台 Apple 设备上拷贝文本、图像、照片和视频等内容，然后在另一台 Apple 设备上粘贴这些内容。
iPhone 蜂窝网络通话：从 Mac、iPad 或 iPod touch 拨打和接听电话，只要这些设备与 iPhone 连接到同一网络。
信息转发：在您的 Mac、iPad 和 iPod touch 上发送和接收 iPhone 短信和彩信。
智能热点：无需输入密码，便可以从您的 Mac、iPad、iPod touch 或另一台 iPhone 连接到您 iPhone 或 iPad（无线局域网 + 蜂窝网络）上的个人热点。
自动解锁：在戴着 Apple Watch 的情况下，可以让您快速访问 Mac 系统，并可以快速批准其他要求输入您 Mac 管理员密码的请求。

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

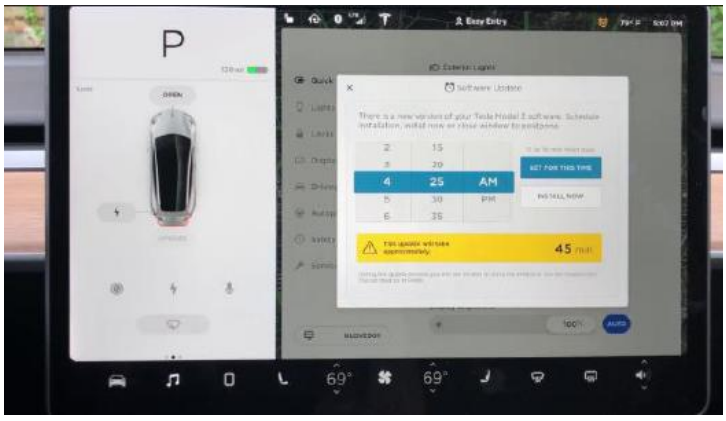
图 43、封闭生态带来产品高度协同

连续互通相机：使用 iPhone、iPad 或 iPod touch 扫描文稿或拍摄照片，随后扫描的文稿或拍摄的照片便会立刻出现在您的 Mac 上。
速绘连续互通：在 iPad、iPhone 或 iPod touch 上进行速绘，然后将它轻松插入 Mac 上的文稿中。
标记连续互通：使用 iPad、iPhone 或 iPod touch 将速绘、形状和其他标记添加到 Mac 文稿中，并在 Mac 上实时查看所做更改。
随航：将您的 iPad 用作第二个显示屏，以扩展或镜像您的 Mac 桌面。或者，将它用作平板电脑输入设备，以在 Mac App 中使用 Apple Pencil 进行绘图。
隔空投送：通过无线方式将文稿、照片、视频、网站、地图位置等发送到附近的 iPhone、iPad、iPod touch 或 Mac 上。
Pay
Apple Pay：在 Mac 上在线购买，并使用 iPhone 或 Apple Watch 上的 Apple Pay 完成购买。

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

特斯拉：FSD 与超充网络，构筑特斯拉生态圈。特斯拉以深度学习的方式不断完善其 FSD 自动驾驶系统，同时新功能实现均能通过官方 OTA 进行升级，形成独特的智能驾驶进化体系。另外特斯拉通过自建与合作形式，在全球铺设特斯拉超级充电网络，且在车的中控系统整合了充电桩位置、容量、状态、附属设施等大量信息，与线路规划功能整合，实时更新数据，为客户带来良好客户体验。

图 44、特斯拉 OTA 升级



资料来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 45、特斯拉通过 OTA 升级刹车系统

资料来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

2.4、渠道变革：开创直营新零售模式，提升品牌认可度

开创直营新零售模式，价格透明流程统一。苹果通过全球布局直营门店模式，所有苹果零售店都采用整面玻璃门和玻璃幕墙的设计，简洁大方，提升品牌形象。特斯拉打破传统 4S 店销售模式，全部采用直营模式，预定只需在官网下单，价格透明统一，销售及服务流程统一，突出品牌形象，提升客户品牌认可度。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

图 46、苹果线下体验店

资料来源:百度图片，兴业证券经济与金融研究院整理

图 47、特斯拉线下直营门店

资料来源:百度图片,兴业证券经济与金融研究院整理

表 11、苹果直销分销优缺点比较

苹果	直销	分销
优点	提升品牌形象，便于产品扁平化管理；利润率相对较高	渠道网点布局广，便于产品迅速打开区域市场
缺点	固定资本支出较高，门店覆盖面有限	没有醒目的标志性商店，影响品牌影响力；经销商分走一部分利润

资料来源:兴业证券经济与金融研究院整理

表 12、特斯拉直营与 4S 店模式优缺点比较

特斯拉	自营门店	传统4S店模式
优点	统一规范门店，统一透明售价，突出品牌形象，销售及服务流程统一，方便产品定制化	渠道容易快速铺开，实现资源互补，同时解决厂家售后维修等问题，降低主机厂管理难度
缺点	固定资本投入较高，覆盖区域能力有限，产品交付量多时门店能力有限	掌握客户信息有限，价格管控很难，跨区销售严重

资料来源:兴业证券经济与金融研究院整理

2.5、商业模式：软硬一体化，创新商业模式

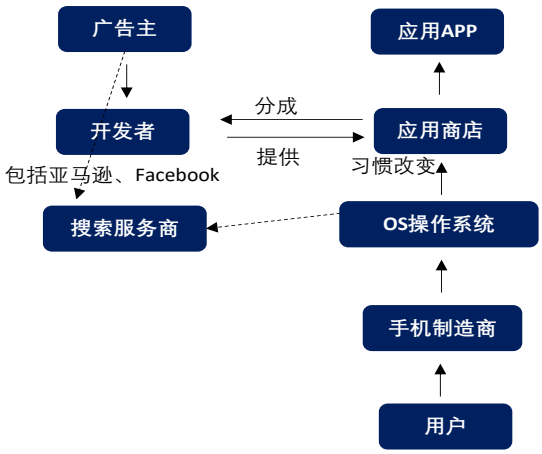
软硬一体化，构建“终端+软件+服务”全产业链，持续扩展增值服务。苹果手机打造流畅的 iOS 系统，突破传统只靠销售终端获得盈利的商业模式，围绕 iOS 系统打造的软硬一体化体系，通过 itunes 和 AppleStore 等为用户持续输送优质的服务和内容，实现场景细分、高度集成和个性化，改变消费者以往从搜索获取服务的习惯，持续扩展增值服务的边界。

相比传统整车 5-8 年的车型换代周期，特斯拉可以通过 OTA 升级不断提升产品性能，且通过对部分高端功能 OTA 升级进行收费，创造更多收入增长点。传统主机厂基本能上只通过销售前端产品获得收入和盈利，特斯拉创新了商业模式，软硬一体化搭建“终端+软件+服务”全产业链服务。

liaohan.net nblax520.com

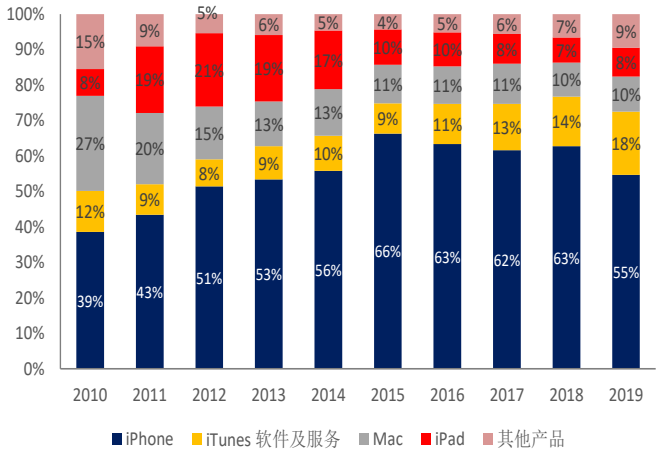
lax889889.com 299520.xyz

图 48、苹果 iOS 软硬一体化商业模式



资料来源：百度图片，兴业证券经济与金融研究院整理

图 49、苹果历年收入及占比（单位：%）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表 13、特斯拉付费升级项目

付费升级服务	具体功能及付费标准
OTA加速包	四驱长续航版Model 3选购加速包，百公里加速减少0.5s，售价1.41万元
信息娱乐系统升级	2018年3月之前生产的Model S和Model X。升级服务的价格为25550元，如不再配置FM收音机，可享受折扣价格21500元。
升级完全自动驾驶能力（FSD）	升级到FSD，国内需要花费56000元
续航升级	Model S 60可以付费升级至Model S 75相同续航，国内售价19800元。
媒体中心芯片（MCU）	从MCU1升级到MCU2，需要1800美元。
家庭充电服务包	包含一个家用充电桩和基础安装服务，这个主要针对国产Model 3，售价8000元
高级连接服务	每月9.99美元，可享受在线影院、卡拉OK、音乐服务等功能。

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

3、苹果产业链 VS 特斯拉产业链：后者将开启未来赤金十年

3.1、苹果产业链复盘：黄金十年，三波机会

回顾过往苹果产业链的黄金十年，苹果指数显著跑赢沪深 300 指数，相关公司有显著超额收益，例如立讯精密、歌尔股份等为代表的 10 年 10-20 倍股。从估值水平来看，对应不同业绩增速阶段以及所处赛道差异，不同公司市盈率存在一定的差异，但 PE-TTM 水平基本在 25-60 倍之间波动，PB-LF 水平维持在 4-8 倍之间。具体而言，整个苹果产业链至今演绎了三波大的投资机会，具体包括：

第一波：2009-2012 年，苹果开创性的产品带来高销量预期，产业链标的先涨估值。各公司业绩增长相对平缓，切入苹果产业链后，由于苹果迅速成为爆款，资本市场给予苹果产业链高估值，股价上涨源于对苹果后续高销量的预期，在具体标的上体现为估值驱动。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

第二波：2013-2017，苹果销量兑现并超预期，同时苹果新的技术革新带来新的机会。伴随苹果在全球市场迅速放量，大单品策略使得相关产品销量规模迅速提升，带动产业链公司业绩超预期，股价走势与业绩表现呈现明显相关性。伴随16-17年智能手机销量达到顶峰，德赛电池因行业销量增速见顶，股价进入下行区间。但iPhone X 2017年发布时宣布Face ID、全面屏、玻璃机身等全面创新，使得处于创新变革优质赛道的产业链公司配套价值量全面提升，因iPhone X产品创新带来业绩向上，因此即使手机销量见顶，但科技创新带来产品提升，相关公司股价走势依然坚挺。

第三波：2018-2019，苹果开启了新的可穿戴领域，产业链标的产品线进一步拓宽。由于智能机总销量以及苹果总销量见顶，2018-2019年苹果产业链相关标的股价均呈现不同程度下滑。后期（2019年至至今）伴随Airpods等智能可穿戴设备迅速崛起，立讯、歌尔等相关公司迅速切入，新赛道打开新空间，公司整体业绩出现新增长点，估值水平加速向上。

表14、A股苹果产业链相关标的梳理

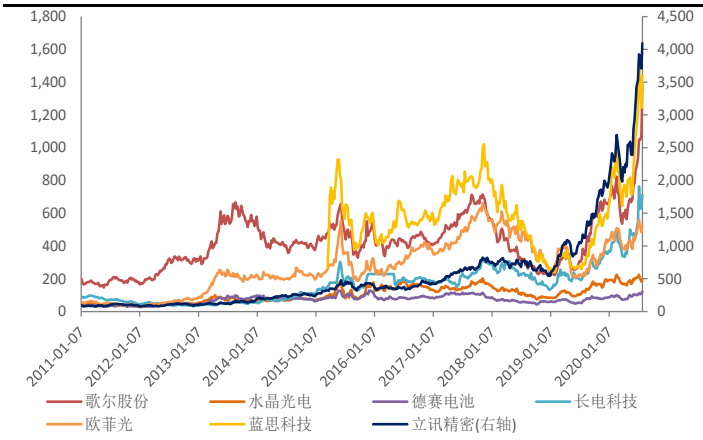
相关部件	上市公司			
结构件				
电池	德赛电池	欣旺达	比亚迪	
PCB	依顿电子	东山精密		
连接器	立讯精密			
显示器				
屏幕	京东方			
玻璃盖板	蓝思科技			
摄像头				
摄像头模组	欧菲光			
滤光片	水晶光电			
COMS	索尼			
镜头	大立光			
半导体				
封测	长电科技			
声学组件				
扬声器	瑞声科技			
耳机	歌尔股份	立讯精密		
天线	信维通信			
马达	金龙机电			
其他	裕同包装			

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

liaohan.net nblax520.com

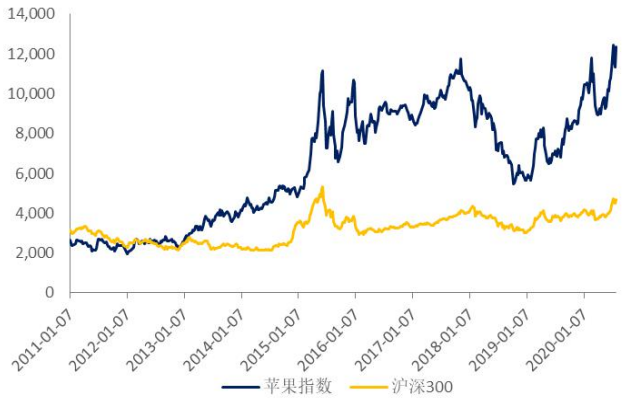
lax889889.com 299520.xyz

图 50、A 股苹果产业链标的市值变化（单位：亿元）



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 51、苹果指数与沪深 300 指数表现



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 52、苹果指数历史涨跌幅与归母净利润表现（单位：%，亿元）

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：归母净利润为苹果指数标的净利润加总

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

图 53、A 股苹果产业链核心标的 PE-TTM

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 54、A 股苹果产业链核心标的 PB-LF

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

17 年之前智能手机持续高增长，以苹果为代表智能手机持续创新，相关产业链公司均享受了行业高增长所带来的市场红利。17 年之后伴随手机销量见顶以及科技创新中场休息，各公司的股价表现出现明显分化：

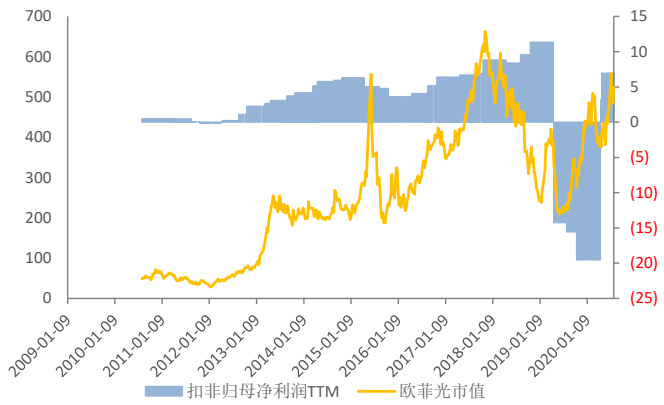
- 歌尔股份由于手机声学发展赛道遇到瓶颈期，叠加利润有所回落，公司股价持续下行，2019 年之后伴随 Airpods 等智能可穿戴设备迅速放量，带动公司股价进入上行区间。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

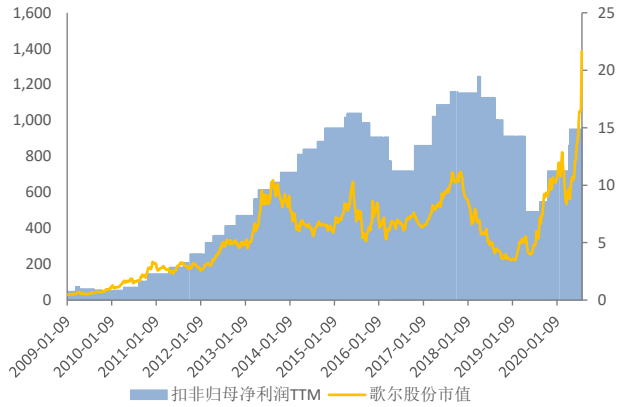
- 欧菲光因触控显示计提大额减值导致亏损，股价下行，2019 年剥离相关资产重新聚焦光学赛道，估计开启上行周期。伴随双摄、三摄以及 3Dsensing，光学赛道产品升级，公司股价重回上行趋势。
- 长电科技伴随华为制裁以及半导体产品周期，公司作为国内封测龙头，市值进入上行周期。
- 德赛电池所处电池赛道天花板已现，公司业绩持续上行，但股价仍未回到前期高点。
- 立讯精密不断突破能力边界，从连接器到模组，再到无线耳机系统组装，产品业务不断拓展，配套价值量持续增长，成为苹果产业链中少数穿越牛熊持续上涨的龙头标的。

图 55、欧菲光 A 股市值与扣非归母净利润 TTM（单位：亿元）



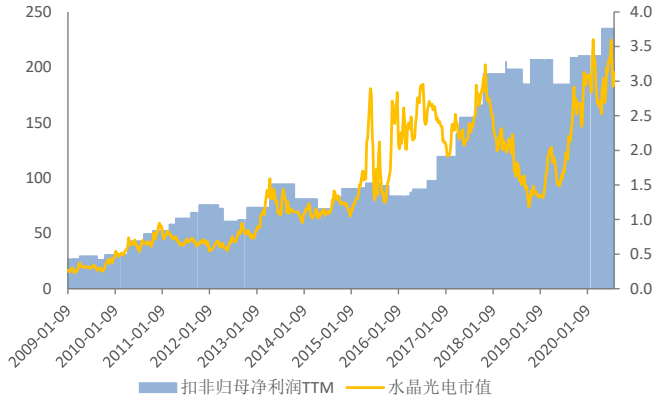
资料来源:wind,兴业证券经济与金融研究院整理

图 56、歌尔股份 A 股市值与扣非归母净利润 TTM（单位：亿元）



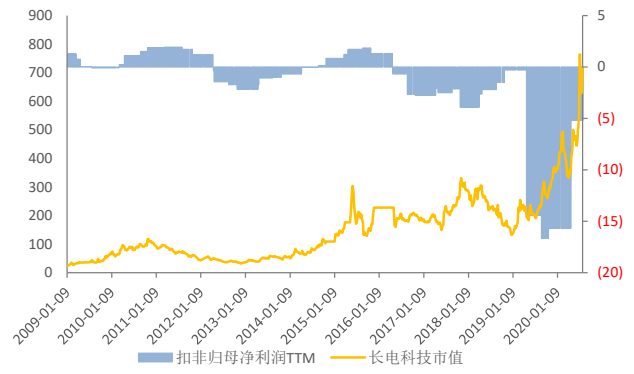
资料来源:wind,兴业证券经济与金融研究院整理

图 57、水晶光电 A 股市值与扣非归母净利润 TTM（单位：亿元）



资料来源:wind,兴业证券经济与金融研究院整理

图 58、长电科技 A 股市值与扣非归母净利润 TTM（单位：亿元）

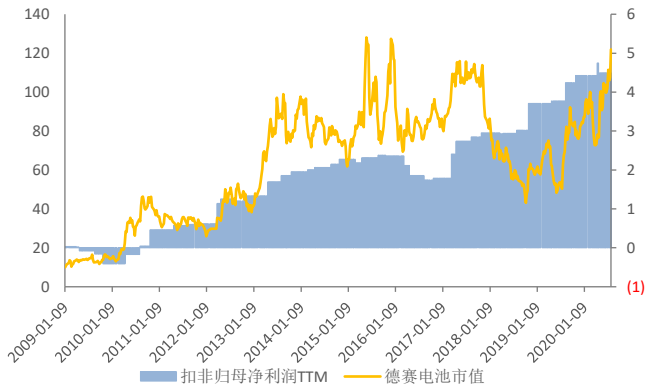


资料来源:wind,兴业证券经济与金融研究院整理

liaohan.net nblax520.com

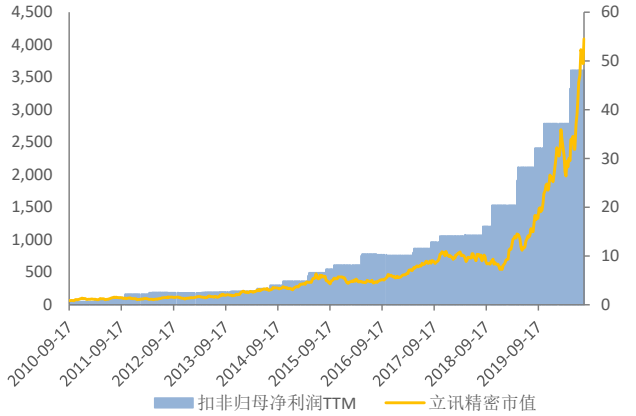
lax889889.com 299520.xyz

图 59、德赛电池 A 股市值与扣非归母净利润 TTM（单位：亿元）



资料来源:wind,兴业证券经济与金融研究院整理

图 60、立讯精密 A 股市值与扣非归母净利润 TTM（单位：亿元）



资料来源:wind,兴业证券经济与金融研究院整理

苹果产业链黄金十年，不同标的成长的分化核心来自于两个方面：公司所在赛道的拓展性以及公司拓展多赛道的能力。

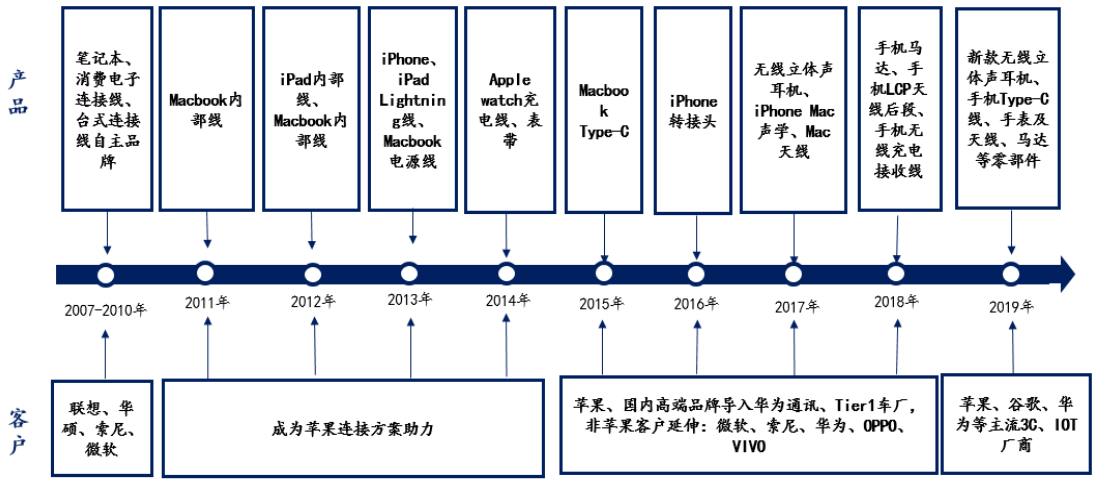
单一赛道成长性：产品价值量的深度挖掘。智能手机过去十年黄金发展期，相比于传统手机几乎全面革新，但不同细分领域来看产品迭代却各有千秋。比如屏幕从传统手机小尺寸到当前全面屏，屏幕尺寸扩大数倍，同时屏幕材质也从最早 TFT 到后面 LCD、IPS、OLED、AMOLED 演化，以苹果手机举例，2011 年发布的 iphone4s 到 2018 年的发布 iPhone Xs Max，屏幕 boom 成本从 37 美金提升至 120 美金，提升幅度达 224%。相比之下手机电池行业从最早可拆卸到目前基本全是不可拆卸电池，电池容量虽有所扩容，能量密度有所提升，但目前来看发展空间实则有限，2011 年款 iphone4s 电池 boom 成本 5.6 美金， 到 2018 年的发布 iPhone Xs Max 电池 boom 成本 6.5 美金，提升幅度仅 10.2%。不同产品赛道因产品创新方向以及自身产品创新迭代能力决定了赛道发展优劣，处于不同赛道的公司必然会受到行业发展所驱使。

多赛道拓展能力：上市公司产品布局及对产品未来方向把握。回顾苹果产业链诸多公司，由于电子相关产品属性差别较大，多数公司为单一赛道产品布局。少数公司凭借极强的精密制造能力，凭借高于行业平均的良率水平以及成本控制，实现多赛道的扩张，以立讯精密作为典型，产品从 PC 连接器到手机连接器，凭借其持续研发投入、产品提前布局以及极强的成本管控与精密制造能力，产品成功切入到马达、天线模组、声学部件组装等多元业务，实现多赛道的扩展与延伸。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

图 61、立讯精密成长路径



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2、特斯拉产业链展望：开启未来十年的赤金时代

类比苹果产业链过去十年的发展，我们认为特斯拉产业链的机会刚刚演绎至第一阶段，后续仍有十年的赤金时代。

当前特斯拉产业链类似于苹果产业链早期阶段（2009-2012），股价走强主要来自于对特斯拉后续高销量的预期带来的产业链标的估值提升。此轮股价启动于 2019 年 6 月，特斯拉 2019Q2 单季度经营净现金流转正，Model 3 销量稳步提升，同时特斯拉上海工厂建设进度超预期，特斯拉股价开始启动，后续逐季度财报持续超预期，上海工厂建设进度超预期、Model Y 开启交付、皮卡车型发布订单量超预期等一系列催化，股价加速向上。伴随特斯拉估值迅速提升，A 股相关特斯拉产业链核心标的也经历迅速提估值过程。当前 A 股产业链标的主要为特斯拉上海工厂配套，相关公司特斯拉带来的业绩弹性主要从 19Q4 及之后体现，当前国产特斯拉 Model 3 刚开始放量，相关业绩弹性并不明显，类比苹果产业链，我们认为当前阶段类似于苹果产业链前期阶段（2009-2012），股价走强主要来自于估值的提升。

图 62、特斯拉总市值（单位：亿美元）

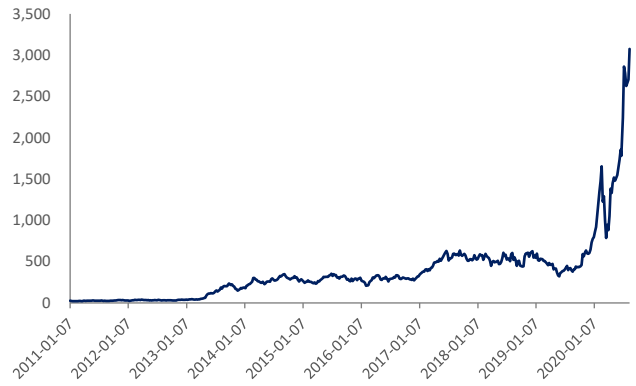
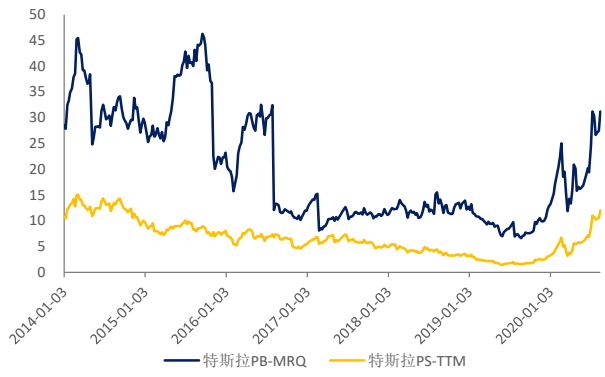


图 63、特斯拉 PB-MRQ 与 PS-TTM



liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

资料来源:wind,兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源:wind,兴业证券经济与金融研究院整理

图 64、特斯拉产业链核心标的 PE-ttm

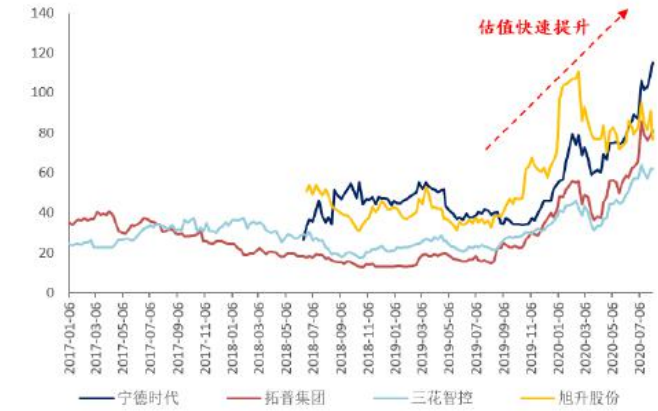


图 65、特斯拉产业链核心标的 PB-lf

资料来源:wind,兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源:wind,兴业证券经济与金融研究院整理

图 66、宁德时代 A 股市值与扣非归母净利润 TTM(单位:亿元)

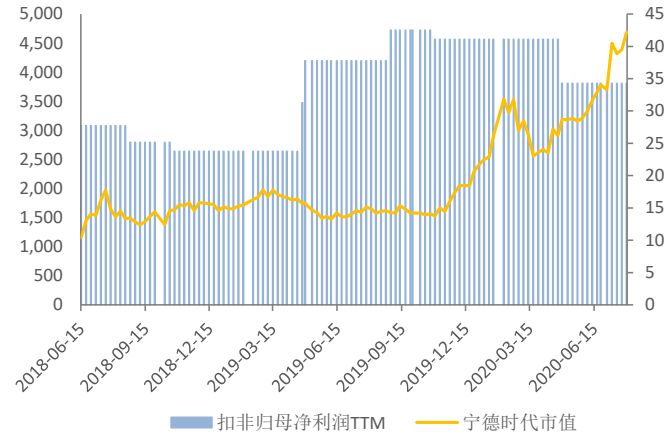
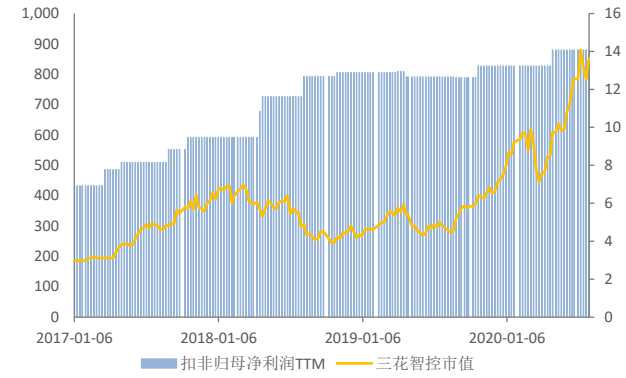


图 67、三花智控 A 股市值与扣非归母净利润 TTM(单位:亿元)



资料来源:wind,兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源:wind,兴业证券经济与金融研究院整理

图 68、拓普集团 A 股市值与扣非归母净利润 TTM(单位:亿元)

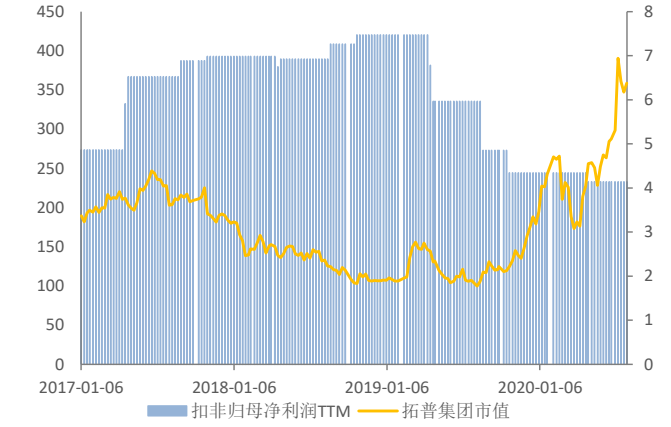
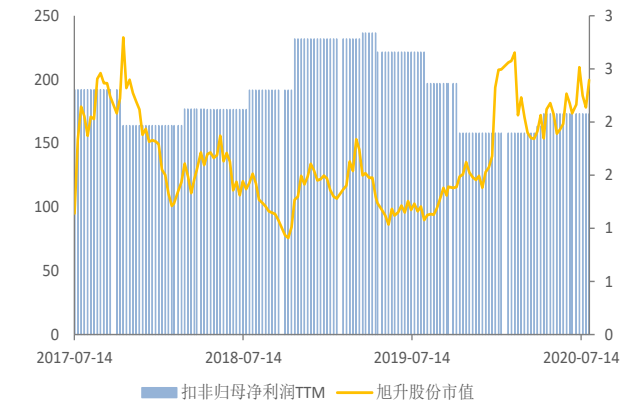


图 69、旭升股份 A 股市值与扣非归母净利润 TTM(单位:亿元)



资料来源:wind,兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源:wind,兴业证券经济与金融研究院整理

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

未来特斯拉产业链仍然具有机会。鉴于苹果产业链复盘，在第一阶段提估值之后，相关标的通过业绩和创新周期仍有非常可观的股价表现。我们认为特斯拉产业链标的在当前提估值阶段过后，或将经历以下几个阶段：

阶段一（销量和业绩超预期）：伴随特斯拉放量，相关公司业绩进入兑现期并进一步超预期。根据我们此前的报告分析，基于以下四点，我们认为国产特斯拉将进入放量周期：**1）推出多品类，满足差异化需求。2）提产能，上海工厂产能进一步提升。3）国产化率提升使得降价空间广阔，价格策略更灵活。4）国内潜在需求足够大，预计未来国产 Model3 和 ModelY 年需求空间达 35/32 万。**全球放量角度来看：20 年看上海工厂 Model 3/美国工厂 Model Y 放量，21 年看上海工厂 Model Y/欧洲工厂 Model 3 放量。预计 20 年特斯拉全球总交付量超 50 万辆，2025 年销量有望超 200 万辆。国产特斯拉产业链标的有望伴随特斯拉全球采购进入特斯拉全球供应链体系。伴随特斯拉迅速放量，相关产业链公司弹性显现，业绩将进入兑现并逐步消化前期高估值。若特斯拉后续销量表现超预期，则也将有望进一步带动产业链业绩与估值双升。

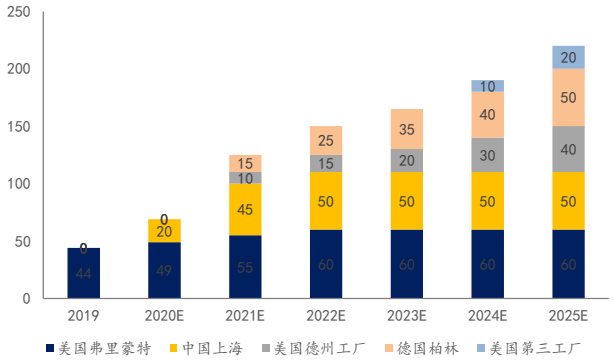
表 15、特斯拉三大工厂生产车型时间表

	2019	2020	2021	2022
中国工厂	Model 3小批量	Model 3 Model Y小批量	Model 3 Model Y	Model 3 Model Y
美国工厂	Model S/X Model 3	Model S/X Model 3 Model Y	Model S/X Model 3 Model Y SEMI	Model S/X Model 3 Model Y SEMI Cybertruck
欧洲工厂	-	-	Model 3	Model 3 Model Y

资料来源:公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：红色为新增车型

图 70、特斯拉产能预测（单位：万辆）



资料来源:公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

表 16、特斯拉未来销量预测（单位：万辆，%）

工厂	车型	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
美国工厂	Model S/X	10.1	9.9	6.7	6	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5
	Model 3	0.2	14.4	30.1	25	35	35	35	40	40
	ModelY	0	0	0	6	20	20	25	25	30
	Semi	0	0	0	0	1	2	5	5	5
	Cyber	0	0	0	0	0	10	20	30	40
中国工厂	Model 3	0	0	0	15	20	20	20	20	20
	ModelY	0	0	0	0	18	25	25	25	25
欧洲工厂	Model 3	0	0	0	0	0	10	15	20	25
	ModelY	0	0	0	0	0	0	10	15	20
销量合计		10.2	24.3	36.7	52.0	100.5	128.5	161.5	186.5	211.5
YoY			138%	51%	42%	93%	28%	26%	15%	13%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

阶段二(创新或超预期)：伴随特斯拉创新周期带来新的产品趋势会孕育新的机会。特斯拉之于汽车，犹如苹果之于智能手机，两者均为行业创新领先者和风向标，引领整行业不断创新，具有明显的示范效应。苹果在全面屏、人脸识别等新领域新方向的创新，带动了智能手机其他参与者的后续跟进，从而早就了一批相关产业链公司的崛起。**特斯拉当前的一些产品创新，也正在被汽车行业的其他参与者跟进，或将成为行业未来的发展趋势，从而带来细分产业链的繁荣新机会，包括：**

1） **中控大屏：**特斯拉从 2012 年 Model S 到后续 Model X/3/Y，始终延续采用中控大屏设计，摒弃传统众多中控按键，诸多功能集成至中控屏内，引来后续车型竞相模仿跟进。

图 71、特斯拉 Model S 中控大屏

资料来源:汽车之家，兴业证券经济与金融研究院整理

图 72、特斯拉 Model 3 中控大屏

资料来源:汽车之家，兴业证券经济与金融研究院整理

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

图 73、荣威 RX5 中控大屏

资料来源:汽车之家，兴业证券经济与金融研究院整理

图 74、比亚迪宋 MAX 中控大屏

资料来源:汽车之家，兴业证券经济与金融研究院整理

2） **天幕玻璃：**特斯拉首创全景天幕玻璃，满足整车安全要求的前提下，提升个性动感造型，同时营造了车内良好视野。

图 75、特斯拉 Model S 天幕玻璃

资料来源:公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 76、特斯拉 Model 3 天幕玻璃

资料来源:公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 77、UNIT 全景天幕天窗玻璃

资料来源:汽车之家，兴业证券经济与金融研究院整理

图 78、吉利几何 C 采用全景天幕玻璃

资料来源:汽车之家，兴业证券经济与金融研究院整理

liaohan.net nblax520.com

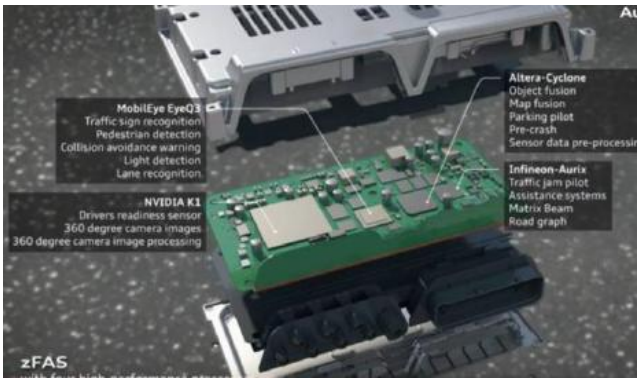
lax889889.com 299520.xyz

3）**域控制器与高算力芯片：**特斯拉在汽车电子电器架构方面的革新超前，由于车型属于原生电动平台设计，因此很早便开始采用与传统车 CAN 总线完全不同的域控制器全新架构，同时采用高算力芯片，在软件方面对汽车重新定义，带来自动驾驶方面的领先能力。

图 79、特斯拉域控制器

资料来源:汽车之家，兴业证券经济与金融研究院整理

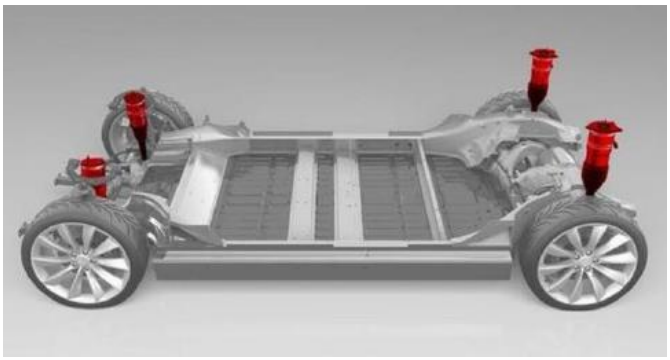
图 80、奥迪 A8 zAFS 域控制器



资料来源:汽车之家，兴业证券经济与金融研究院整理

4）**空气悬架：**特斯拉 Model S/X 首次推出时便创新使用空气悬架，起到对底盘动力电池更好的缓冲保护作用；在特斯拉示范效应下，后续蔚来跟进，ES8 全系标配空气悬架，ES6 选配空气悬架。

图 81、特斯拉 Model S/X 空气悬架



资料来源:新车评网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 82、蔚来 ES6 空气悬架

资料来源:智驾网，兴业证券经济与金融研究院整理

5）**热泵系统：**相比于传统车以及其他电动车采用 PTC 空调制热模式，特斯拉 Model Y 将首次搭载热泵空调系统，更加节能环保，在电动车热管理领域带来创新应用。

6）**底盘轻量化&压铸一体化：**Model S/X 首次采用全铝车身，到后续 Model 3/Y 在控制臂、副车架等领域持续推行底盘轻量化；同时在 Model Y 首次开创使用压铸一体化技术，从 70 个零件变成 4 个，简化 Model Y 的制造过程，减轻重量的同时降低生产成本。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

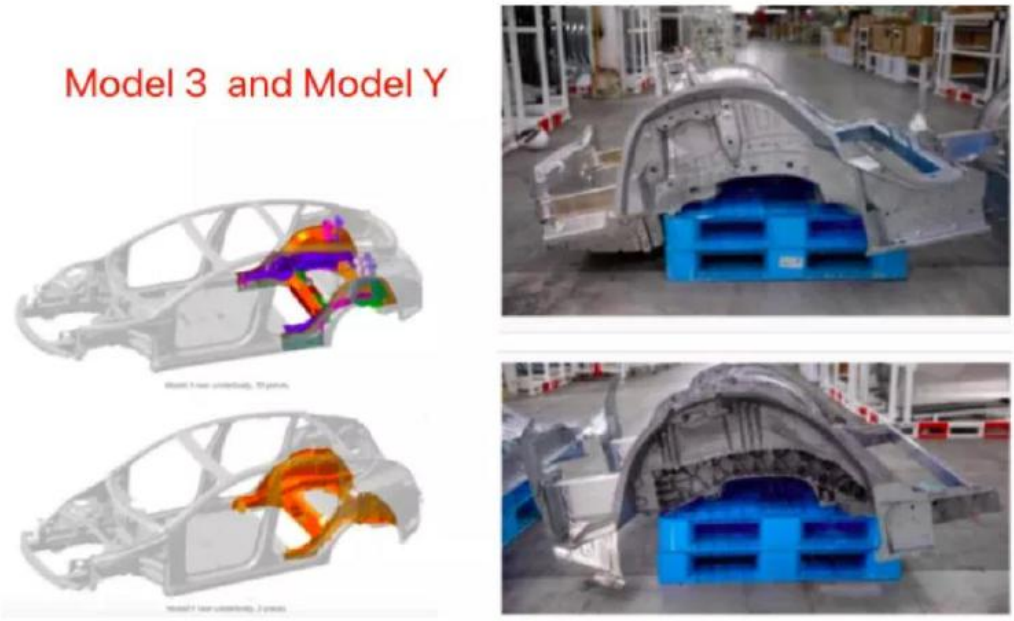
图 83、Model 3 轻量化底盘

资料来源:汽车之家，兴业证券经济与金融研究院整理

图 84、Model 3 车身轻量化

资料来源:汽车之家，兴业证券经济与金融研究院整理

图 85、Model Y 底盘采用压铸一体化技术



Model 3（上图）车身有70个组件，Model Y（下图）只有2个

资料来源：华尔街工厂，兴业证券经济与金融研究院整理

阶段三（多元业务拓展）：特斯拉未来围绕汽车生态圈拓展，或将带动产业链又一春。类似于苹果从手机扩展至无线耳机、智能手表等可穿戴设备领域，若未来特斯拉业务拓展至其他泛汽车领域，如出行、电商等领域，则有望带动其他相关产业链打开成长空间。

同时对比苹果产业链公司受益的情况，我们预计特斯拉产业链公司后续受益的前提同样在于单一赛道的产品不断升级，以及多赛道的不断突破：

1）单一赛道的纵向延伸：处于特斯拉创新周期内的优质赛道相关公司，如中控屏、热管理、智能驾驶等领域，凭借技术壁垒在单一细分领域持续深入挖掘，后续伴随特斯拉放量，产品创新带来单车配套价值提升，从而伴随特斯拉一起发展壮大。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

如热管理领域不断突破的**三花智控、银轮股份**，内饰领域不断延伸的**新泉股份**，铝压铸以及底盘领域不断拓展的**拓普集团**，天幕玻璃带动玻璃领域不断拓展的**福耀玻璃**，潜在可能进入中控领域及域控制器领域的**德赛西威**，潜在可能进入空悬领域的**中鼎股份**。

表 17、上市公司所处赛道及所处赛道单车配套价值（单位：元）

上市公司	所处赛道	当前配套价值估计	所处赛道单车配套价值估计
三花智控	热管理	1500-3500	8000左右
银轮股份	热管理	300-500	8000左右
新泉股份	内饰（扶手箱等）	1000-2000	20000-30000
拓普集团	轻量化底盘	3000-3500	20000-30000
福耀玻璃	玻璃	500-1000	2000-3000
德赛西威	中控屏、域控制器、雷达	0	20000-30000
中鼎股份	空气悬架	0	15000-18000

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2）多赛道的拓展能力：相关产业链标的具备多品类供货能力，通过与特斯拉的深度绑定实现从点到面，各类产品逐渐切入特斯拉供应体系，横向业务拓展带来单车配套价值提升，从而伴随特斯拉发展壮大。如当前多业务布局的**拓普集团、均胜电子、华域汽车**，未来有望多业务切入特斯拉，带来单车配套价值提升。

表 18、上市公司所处赛道及潜在提升空间（单位：元）

上市公司	所处赛道	当前配套价值估计	所处赛道单车配套价值估计
拓普集团	内饰（隔音、顶棚等）	2000-2500	20000-30000
	底盘	3000-3500	20000-30000
	汽车电子（EVP、IBS）	0	1000-3000
均胜电子	内饰（中控等）	0	20000-30000
	汽车安全	500-2000	5000-10000
	汽车电子（HMI、E-mobility等）	500-1000	5000-20000
华域汽车	内饰（座椅等）	10000-15000	20000-30000
	车身压铸件	2000-3000	10000-20000
	底盘	1000-2000	20000-30000
	雷达、摄像头、域控制器等	0	20000-30000

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

4、把握特斯拉产业链机会

4.1、三重比较核心结论：他山之石，可以攻玉

1）智能手机 VS 电动汽车：电动车远期空间大于智能手机，潜力巨大

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

- **市场规模：电动车市场远期规模接近智能手机市场 2 倍。**当前智能手机全球市场 3.1 万亿元，国内市场规模约 0.8 万亿元，而电动车整车当前全球市场规模约 0.3 万亿元，中期全球市场规模 5.4 万亿元（假设 2030 年 40%渗透率，单车 ASP 15 万元），国内市场规模 1.8 万亿元，电动车市场规模天花板高于智能手机。
- **行业成熟度：智能手机趋稳，电动车仍处于萌芽阶段，潜力巨大。**智能手机行业发展处于成熟期，行业销量见顶。电动车行业当前渗透率仍处于较低水平，目前正处于加速渗透状态。
- **竞争格局：智能手机品牌分额头部集中，电动车集中度较低，特斯拉头部领先。**智能手机品牌份额早期集中，中期分散，后期再集中，当前 CR5 市占率达 77%。电动车市场集中度较为分散，行业 CR5 市占率 46%，其中特斯拉目前处于行业绝对龙头，比亚迪、北汽等紧随其后，传统主机厂正加速布局。
- **技术变革：智能手机已经历多轮产品创新迭代，电动车仍处于快速发展过程当中。**近十年来智能手机行业从初代产品到目前，已出现多轮技术迭代，电动车产品在电动化、智能化方面持续革新，能量密度与续航里程不断提升，同时智能化方面的革新正如火如荼进行。智能手机不同细分零部件伴随技术创新分化明显，电动汽车在电动智能大趋势下，核心零部件价值切换，电动智能相关零部件价值量将显著提升。

2）苹果 VS 特斯拉：科技先锋，异曲同工

- **品牌塑造：均为创始人自带光环流量，产品要求苛刻。**两个品牌创始人均自带光环，凭借超强个人魅力提升品牌价值。产品设计风格上要求苛刻，坚持完美主义。
- **产品策略：大单品策略，高举高打，少即是多。**苹果与特斯拉均坚持大单品策略，实现规模效应最大化，产品定位高举高打，从高端到低端向下渗透。
- **技术创新：科技创新定义产品，挖掘客户痛点需求。**苹果与特斯拉均为行业技术革新推动者，作为行业科技先锋，推动行业变革出新。同时在商业模式革新，生态搭建方面均有所相似。苹果封闭 IOS 生态构筑产品护城河，自研 CPU 保持技术领先，提升产品硬件竞争力；特斯拉深入布局智能驾驶，重构汽车电子架构，OTA 升级让智能再上一层楼。
- **渠道变革：开创直营模式，提升品牌认可度。**特斯拉与苹果均开创直营模式，市中心 CBD 核心位置自建门店，提升品牌形象。
- **商业模式：均软硬一体化，创新行业商业模式。**苹果 IOS 软硬一体化，带来超凡用户体验，提升客户粘性。特斯拉通过 Autopilot 自动驾驶系统实现软硬结合，付费解锁功能打破行业传统盈利模式。

3）苹果产业链 VS 特斯拉产业链：他山之石，可以攻玉

- **产业链机会的演绎**

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

苹果产业链相关标的经历了黄金十年的三波机会：1）2009-2012 年，iPhone4 问世后苹果手机销量持续超预期带来产业链的上涨，先涨估值后涨业绩；2）2013-2017，苹果新品持续销量超预期，且产品创新带来产业链新趋势机会，16-17 年智能手机销量已经达到顶峰，但苹果引领的全面屏、FaceID、玻璃机身等新领域依然具有机会；3）2019-2020，苹果横向拓展到可穿戴设备 Airpods，相关产业链再度受益。

当前特斯拉产业链相当于苹果链的前期（2009-2012），产业链上涨来自特斯拉销量的高预期对估值的拉动，后续产业链机会还会来自：1）特斯拉销量带来的产业链业绩兑现或者超预期；2）特斯拉定义的新产品趋势在中期孕育的第二波大机会，包括：智能座舱（中控大屏）、全景天幕玻璃、域控制器与高算力芯片、热泵热管理、轻量化底盘等等；3）特斯拉后续围绕汽车生态圈的拓展带来的新机会。

- **产业链标的的成长路径**

苹果产业链中有具备以下两种特质的公司做到了伴随苹果的持续成长，**1）单一优质赛道纵向延伸：**处于优质赛道，单一赛道做大做强；**2）认准新产品趋势，成功多赛道横拓展：**从单品类到多品类。当前特斯拉产业的相关公司也具备这样的潜在特质。

表 19、三重比较核心总结

	智能手机	电动车
市场空间	智能手机全球规模3.1万亿元，国内市场规模0.8万亿元	当前电动车全球/国内市场规模0.3万亿/0.15万亿元；远期2030年全球/国内规模5.4/1.8万亿元
行业成熟度	处于成熟期，行业销量见顶	渗透率仍处于较低水平，目前正处于加速渗透状态
竞争格局	智能手机品牌份额早期集中，当前CR5=77%；中期分散，后期再集中，当前分额头部集中	集中度较为分散，CR5=46%；特斯拉目前处于绝对龙头，市占率17%；比亚迪等紧随其后，传统主机厂正加速布局
	苹果	**特斯拉**
品牌塑造	创始人光环，自带流量	
产品策略	大单品策略，高举高打，少即是多	
技术创新	行业革新引领者，科技创新定义产品	
渠道变革	开创直营模式，提升品牌认可度	
商业模式	均软硬一体化，创新行业商业模式	
	苹果产业链	**特斯拉产业链**
机会演绎	1）2009-2012，苹果手机销量持续超预期，先涨估值后涨业绩； 2）2013-2017，产品创新带来产业链新趋势机会； 3）2019-2020，苹果横向拓展到可穿戴设备Airpods，相关产业链再度受益；	当前类似于苹果产业链前期（2009-2012），处于估值驱动阶段； 后续还会有销量持续超预期的业绩超预期，以及新产品趋势引领的新机会；
成长路径	1）纵向延伸：单一赛道做大做强； 2）横向拓展：从单品类到多品类；	目前产业链公司具备类似特质，预计将复制苹果产业链成长路径

资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

4.2、三重比较核心启示：特斯拉产业链机会才刚开始

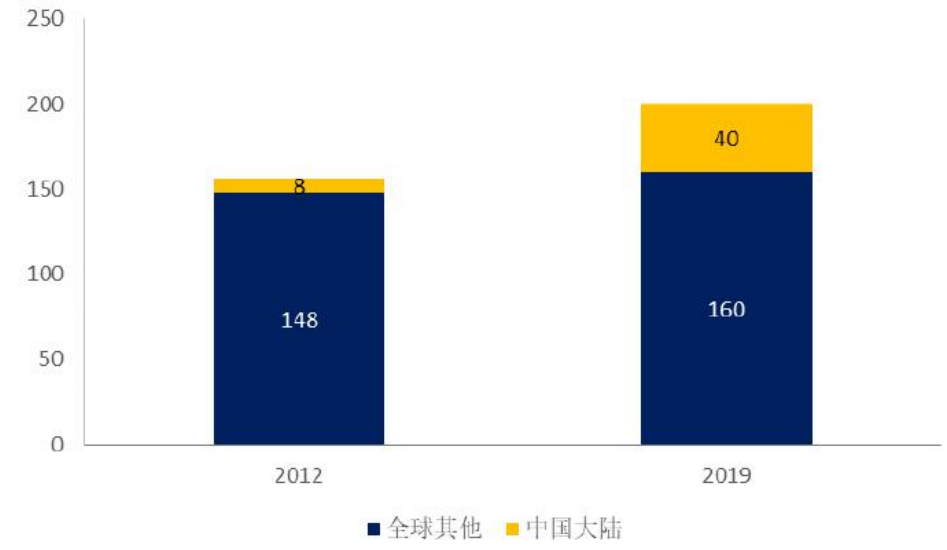
从前述三重比较分析，我们认为苹果与特斯拉具备诸多共同的属性，苹果产业链与特斯拉产业链的演绎也会有类似之处，我们认为：

1）基于更大的市场，电动车主机厂领域以及产业链领域将出现比智能手机或者智能手机产业链更多或者更大体量的公司。

电动车中期市场规模近智能手机 2 倍，远期空间远超智能手机。苹果产业链中已诞生出立讯精密、歌尔股份为代表的一系列大市值公司，电动车市场预计也将会有更多及更大市值的公司出现。

回顾整个苹果产业链过去黄金发展十年，从最开始台湾精密制造企业做主导，国内企业做二供，到当前进入苹果供应链的大陆公司持续增加，部分细分行业国内大陆供应链公司已占绝对主导地位。大陆公司凭借劳动力人口红利以及国内生产工人吃苦耐劳、精益求精的工匠精神，制造业供给能力得以明显提升。汽车制造业更是如此，我们坚信凭借自主零部件公司的成本优势以及制造业红利，结合当前特斯拉已实现国产，后续特斯拉产业链的国内零部件公司数量将会更多。

图 86、苹果核心供应商数量演变



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

手机产业链的成熟催生华为、小米等国产手机巨头，后续国内也将培育出电动车领域的华为、小米。苹果对产业链的培育，使得国内手机零部件行业迅速崛起，在相关手机零部件公司逐步得以发展壮大的同时，产业链愈发成熟，孕育出了华为、小米、vivo、oppo 等国产手机巨头。我们认为伴随特斯拉对国内汽车零部件产业链的培育，未来国内电动车领域也将有望催生出电动车领域的华为、小米。国内目前的电动车领军者，诸如比亚迪、蔚来、小鹏、理想等，均有可能伴随市场以及产业链的成熟而发展壮大。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

2）特斯拉产业链的机会才刚演绎到第一阶段，后续随着销量业绩兑现超预期，哈产品创新，特斯拉生态拓展等产业链仍将由众多机会。

我们认为当前特斯拉产业链所处阶段类似于苹果产业链前期（2009-2012），业绩尚未开始兑现，股价上涨靠估值驱动。后续按照苹果产业链演变节奏来看，后续伴随特斯拉自身销量进一步爬坡以及电动车行业的快速成长，相关产业链公司将开始逐步进入业绩兑现期，未来销量带来业绩快速增长存在超预期可能。同时伴随特斯拉的重新定义产品以及技术发展新趋势，一些新的赛道将有望被开拓出来，当前已引领行业的创新趋势及对应的产业链公司，如**天幕玻璃（福耀玻璃）、内饰大屏（德赛西威）、域控制器（德赛西威、华域汽车）、底盘轻量化（拓普集团）、热泵管理（三花智控）、空气悬架（中鼎股份）**等，以及后续特斯拉新的创新点所带来的示范效应，有望引入新的需求爆发点。

3）特斯拉产业链的受益标的挑选核心在于考察两个能力：优质赛道纵向延伸能力和多赛道横向拓展能力。

单一赛道纵向延伸：优质赛道伴随主机厂客户共同成长。回顾苹果产业链，摄像头、屏幕、以及蓝牙耳机带动声学部件等是优质赛道，技术产品快速迭代，相关产业链公司，诸如歌尔声学、欧菲光、蓝思科技等更容易伴随行业发展红利而实现高成长，从而享受相比其他普通赛道公司的高溢价。回看特斯拉产业链，我们认为电池、热管理、智能驾驶传感器（毫米波雷达、摄像头）、天幕玻璃等，产品处于快速迭代期，是单车价值量不断升级的优质赛道，未来伴随特斯拉全球放量，有望迎来业绩高成长与高估值。我们认为目前已经进入特斯拉产业链的**三花智控（热管理系统）、银轮股份（热管理系统）、福耀玻璃（汽车玻璃）、宁德时代（动力电池）**，以及潜在可能进入的**德赛西威（中控屏、雷达、域控制器）、中鼎股份（空气悬架）**，后续有望受益于赛道成长红利。

多赛道横向拓展：看准产品趋势实现多赛道拓展从而做大做强。苹果产业链中大陆相关公司最早是和全球厂商竞争，当各个细分领域均做到一定规模后，寻求产品拓展，实则是在与大陆公司之间竞争，因此做品类拓展并非易事。回望苹果产业链公司，立讯精密是产品拓展的优秀代表，产品从连接器拓展到无线充电、马达、以及模组及系统组装等，品类之所以拓张与公司基因（长期坚持研发、品质立足行业）以及外部原因（苹果的培育，牵制富士康）均有关系。看准产品趋势，品类拓张带来单品配套价值得以提升，收入利润规模能够做到更大。展望特斯拉产业链，我们认为具备多条业务产线的**拓普集团（内饰、底盘、汽车电子）、均胜电子（内饰、汽车安全、汽车电子）**以及大而全的综合性零部件集团**华域汽车（内外饰（含座椅）、车身、底盘、智能驾驶等）**具备在特斯拉多赛道拓展的能力，有望做大做强。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

4.3、核心标的推荐逻辑

➢ **拓普集团：站在第三轮飞跃的起点**

20Q1 毛利率持续提升，后随新老客户放量，预计公司业绩增速逐季反转向上。乘用车行业 19Q2 压力最大，公司相应老客户吉利、通用、福特等产销 Q2 较差，同时叠加公司扩产折旧增加，公司利润 19Q2 探底，19Q3 公司产销环比改善明显，折旧摊销占收入比例开始下降。20Q1 收入利润超预期，预计特斯拉贡献核心增量。毛利率稳步提升。短期来看 20Q1 受公共卫生事件蔓延影响有限，目前国内主机厂及特斯拉上海工厂复工基本恢复正常，后续公司将明显受益于特斯拉国产。

深度绑定特斯拉，公司将迎来第三次飞跃。公司历史上先后通过在通用、吉利的深度耕耘实现了两次飞跃发展，当前进入国产特斯拉配套，在未来三年有望进入第三轮大发展。考虑海外 Model3 有望进一步上量，国产 Model 3 当前已经投产，长续航版本上市提振销量。海外 ModelY 目前已在北美上市，国产 ModelY 有望明年年初正式投产，我们预计特斯拉 20/21 年将给公司带来增量收入 11 亿/24 亿左右，增量利润贡献 1.5 亿/3.1 亿。

站在第三轮飞跃的起点，逐步进入收获期，维持“审慎增持”评级。我们认为公司配套特斯拉将实现第三次飞跃，短中长期均有看点：短期公司配套客户以及自身折旧摊销压力最大时已经过去，当前国内主机厂复产基本恢复正常，预计随主要客户放量公司折旧摊销占收入比例进入下行通道；中期跟随特斯拉全球放量而成长，特斯拉增量业务将为公司贡献较大收入利润弹性；长期公司在底盘、内饰、汽车电子三块业务综合布局，有望成长为汽车零部件综合集团。预计公司 2020-2022 年归母净利为 7.14 亿/9.53 亿/11.62 亿，维持“审慎增持”评级。

风险提示：特斯拉销量不及预期，Model Y 国产化进度不及预期，新客户开拓不及预期；

➢ **三花智控：家电汽车双主业发展，将受益于家电能效升级和汽车新能源化**

公司家电业务是细分领域龙头，能效升级将助力家电业务增长。公司家电业务包括制冷（家用与商用）、微通道、以及亚威科业务，其在制冷零部件领域处于世界领先位置。随着新的排放升级标准实施，国内空调变频渗透率有望提升，电子膨胀阀使用率提升，将带动公司家用制冷业务在未来两三年快速增长。新的能效升级标准为公司家电业务的成长带来机会。

汽车业务受益于新能源汽车发展，新能源热管理业务将进入大放量周期。公司汽车业务聚焦在汽车热管理相关零部件以及小总成，公司在新能源汽车领域围绕其核心优势产品电子膨胀阀不断进行拓展，产品品类以及客户实现了快速的拓展。当前公司已经获得了特斯拉、大众、宝马等国际主流车厂的新能源订单，随着后续新能源汽车放量，公司新能源热汽车热管理业务将进入高速成长通道。

家电和汽车双轮驱动，受益于家电能效升级和汽车新能源化，未来成长可期，维持“审慎增持”评级。公司空调业务后续伴随能效要求提升，其高价值的电子膨

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

胀阀使用率提升，家电业务增长有望超越空调行业销售增长。公司新能源汽车业务客户与订单持续突破，随着主流电动平台产品的放量，未来将进入发展快车道。根据最新情况，预计 20/21/22 年归母净利预测为 15.4/19.1/23.9 亿，维持“审慎增持”评级。

风险提示：空调变频渗透率提升不及预期，空调行业销售不及预期，公司新能源热管理项目量产不及预期。

- **均胜电子：均胜安全整合持续推进，汽车电子与新能源业务订单饱满**

在手订单充足，未来各板块成长可期。公司 2019 年新获订单 747 亿美元，其中汽车安全/E-mobility/HMI 分别新获订单 442 亿/132 亿/137 亿，后续伴随汽车安全业务整合进入尾声，同时新接订单陆续放量，未来安全业务有望迎来收入与盈利双升。公司持续加码新能源汽车相关业务，2019 年新获大众 MEB 平台以及特斯拉多个项目定点，智能网联业务前瞻布局，产品项目加速推进，未来增长可期。

新能源汽车业务发展顺利，新能源电池管理和充放电系统业务订单总金额 150 亿元。公司在新能源汽车领域的相关产品包括电池管理系统、无线充电和高压快充模块、48V 电池管理系统、车载充电器（OBC）、DC/DC 转换器、随车充电桩和 PDU 配电箱等产品，客户包括奔驰、宝马、保时捷、大众等国内外各大整车品牌。目前公司新能源电池管理和充放电系统业务相关订单总金额约 150 亿元人民币，将在未来 3～5 年内会逐步量产。

均胜安全整合稳步推进，汽车电子与新能源业务订单饱满，维持“审慎增持”评级。公司通过多年来海内外资产并购，公司在汽车安全、电子等领域已拥有全球性的核心资产，均胜安全、群英电子、普瑞等子公司均在细分领域拥有全球全球影响力和技术实力以及深度的客户基础。当前均胜安全整合稳步推进，汽车电子业务在手订单充足，未来有望伴随客户订单放量有望迎来快速成长期；智能网联业务增资后产能扩张订单逐步释放，未来成长空间可期。短期考虑到 20Q2 海外公共卫生事件蔓延影响，公司海外业务收入占比较高，预计 20Q2 业绩承压，当前海外复工复产逐步恢复正常，后续伴随均胜安全新订单下半年开始释放，公司业绩有望迎来向上拐点。预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 9.2/13.6/16.5 亿，维持“审慎增持”评级。

风险提示：全球汽车销量不及预期，欧洲整合进度不及预期，商誉减值风险，海外公共卫生事件持续蔓延

- **银轮股份：20Q2 扣非净利创历史新高，热管理龙头周期向上**

20Q2 扣非归母净利润创历史新高，毛利率费用率同比改善明显。公司 20Q2 营收同比+33%，主要系商用车增速较高所致(重卡同比+63%，轻卡+43%)，20Q2 公司扣非归母净利润实现 1.06 亿，同比+69%，环比+46%，创上市以来的历史新高。20Q2 公司毛利率实现 25.1%，同比+1.3pct，环比+0.8pct，预计系 20Q2 规模效应明显+高毛利率 EGR 产品占比提升所致(20H1 尾气业务毛利率实现 25.0%，同比

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

+16.5pct)。20Q2 公司三费率 15.4%，同比-0.9pct，环比-0.1pct，主要系管理与研发费用率降低所致(Q2 管理费用同比-0.5pct，研发费用率同比-1.6pct)。

20H1 新订单开拓顺利，拟发 7 亿可转债加码新能源热管理。继 19 年获得 274 个新项目(客户预测新增年化收入 35 亿元)后，公司订单持续开拓，20H1 累计获得 106 个新项目定点，据客户预测达产后年销售额超 15 亿元，验证热管理领域竞争力。同时公司公告拟发行 7 亿可转债加码布局新能源热管理项目，分别投资乘用车热泵与商用车热管理系统，截止 19 年公司累计新能源热管理全生命周期订单超 60 亿元，主要客户覆盖广泛，盈利能力预计高于传统换热器产品，有望结构性推动公司 ASP 与毛利率提升。

行业持续复苏，在手订单饱满，热交换龙头经营周期向上，维持“审慎增持”评级。20H2 预计乘用车复苏+重卡高景气，公司在手订单饱满，高毛利率 EGR 产品伴随 21 年重卡国六升级有望持续贡献增量，乘用车业务毛利率有望伴随新能源热管理业务占比扩大而提升，公司经营周期有望持续向上。考虑公司订单开拓顺利，20Q2 扣非业绩超预期，上调公司盈利预测，预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 3.9/4.5/5.4 亿元，维持“审慎增持”评级。

风险提示：乘用车/新能源车销量不及预期；重卡/工程机械销量不及预期；客户开拓不及预期；费用率控制不及预期

- **中鼎股份： AMK 国内项目首次落地，未来成长可期**

斩获蔚来空悬订单，AMK 国内项目首次落地。德国 AMK 是全球汽车空气悬挂系统总成产品的高端供应商，主要配套捷豹路虎、沃尔沃、奔驰等高端客户。公司 2017 年收购 AMK 后持续在推进新能源车空气悬挂系统总成产品国产化，前期由于技术对接、管理人员变动等因素，国内落地项目有所延迟。AMK 安徽获得蔚来空气悬挂系统核心部件小总成产品量产订单，生命周期订单总额 1.3 亿元，空气悬挂系统总成产品国产化首次落地。

空悬业务后续有望持续拓展客户，未来成长可期。电动车出于对电池模组的更好的缓冲保护，相比传统车对空悬需求更强。伴随电动车渗透率逐步提升，以及高端客户特斯拉、蔚来等龙头公司电动车示范效应，预计未来空悬市场成长空间广阔。AMK 国产化后成本降低产品竞争优势更明显，未来有望实现客户持续突破。

优质智能底盘总成供应商，并购海外项目持续国内落地，维持“审慎增持”评级。公司作为国内非轮胎橡胶件龙头，通过海外并购业务外延扩张，减震，密封，冷却，空悬四大板块协同发展，新能源汽车相关产品持续突破。当前考虑到今年以来国内及海外公共卫生事件冲击，短期业绩承压；中长期看四大业务板块协同发展，TFH 国内业务在手订单充足，，空悬业务国内落地实现从 0 到 1 突破，未来成长空间广阔。我们预计公司 20-22 年归母净利润分别为 4.9/8.0/11.5 亿元，维持“审慎增持”评级。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

风险提示：空悬业务国内新项目落地不及预期，公司主要客户销量不及预期；商誉减值风险

➢ 华域汽车：汽车零部件核心资产，期待边际改善

综合性零部件集团，深入布局电动智能化。华域汽车是上汽持股 58.32%的汽车零部件平台，国内最大的汽零公司，业务涵盖内外饰、底盘、车灯、空调、热加工等。华域汽车已将 ADAS 列为未来核心业务，建立以毫米波雷达为切入点，覆盖雷达、摄像、远红外线等在内的 ADAS 产品路线图。

在手订单充足，新项目定点保证未来成长可持续性。公司在华域麦格纳、汇众汽车、华域电驱动等新获通用全球及国内一流主机厂新项目定点，公司内饰、车灯、座椅、保险杠、转向系统、传动系统、燃油系统等业务已获得多家日系车型订单，众多新项目定点保证未来成长持续性。

汽车零部件核心资产，后续有望边际改善，维持“审慎增持”评级。！ 20Q1 受全球公共卫生事件蔓延影响，公司因下游主机厂客户订单需求减少使得一季度业绩承压，当前国内主机厂复工复产节奏已基本恢复，海外主机厂预计也将在本月底至下月初陆续复产。后续伴随主机厂复产逐渐恢复正常，公司业绩有望企稳回升。公司作为国内零部件集团旗舰，收购安道拓股权强化延锋内饰管控能力，同时在智能座舱、电驱动系统和智能驾驶系统等新方向积极布局，相关新产品新项目落地保证公司未来增长确定性。考虑到当前海内外公共卫生事件蔓延影响，我们下调了公司的盈利预测，预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 52.9 亿/60.5 亿/65 亿，维持“审慎增持”评级。

风险提示：行业复苏不及预期；新项目量产节奏不及预期；海外工厂经营不善；

➢ 德赛西威：客户拓展+新订单保驾护航，国内龙头有望实现国产替代

客户拓展+新项目订单保驾护航，产品渗透率持续提升。19 年公司成功开拓了一汽丰田、长安福特、雷克萨斯、DAF 等新客户，并获得一汽-大众、上汽大众、广汽丰田、吉利汽车、广汽乘用车等众多优秀车企的新项目订单，新项目订单年化销售额超过 70 亿元，涵盖智能座舱、智能驾驶、液晶仪表等新产品以及车载信息娱乐系统等传统业务。

ADAS 领域新产品陆续量产，国内龙头有望实现国产替代。19 年 ADAS 产品销售额同比增幅超过 100%，360 度高清环视系统和 T-box 产品已在多个车型上配套量产，全自动泊车项目、V2X 产品、域控制器、77G 毫米波雷达已获得订单并将陆续量产。汽车智能化带来单车价值+渗透率不断提升，公司在国内供应商中处于龙头地位，技术积淀+成本优势，有望实现国产替代。

自动驾驶、车联网领域进入早、布局早、即将迎来收获期。技术积淀+成本优势，有望实现国产替代，给予“审慎增持”评级。汽车智能化、网联化大势所趋，加之国家政策催化，智能座舱渗透率、智能辅助驾驶系统配套持续提升。公司行业

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

内布局较早，技术积淀+成本优势，公司作为国内行业龙头，未来有望实现国产替代。预计 20-22 年归母净利润为 5.0/6.9/9.5 亿元，维持“审慎增持”评级。

风险提示：汽车销量不及预期、新项目量产不及预期

4.4、风险提示

特斯拉产销量不及预期；
特斯拉国产化进度不及预期；
电动车行业渗透率不及预期；
行业政策变动风险；

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%～15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上 海	北 京	深 圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn

liaohan.net nblax520.com